Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1984

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 28, 1985

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act I am transmitting herewith my report for the year 1984 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1984

General Observations 5

Economic and Financial Developments
- Economic Activity and Inflation 11
- Financial Developments 17
- International Financial Developments 25

Bank of Canada Operations
- Debt Management and Foreign Exchange Operations 29
- Debt Service, Banking and Currency Operations 35

Appendix Tables 37

Financial Statements 49

Board of Directors 53

Principal Officers 54

Regional Representatives and Agencies 55

General Observations

Any one year can generally be adequately understood only when viewed in a longer perspective, and 1984 was no different in this regard. The basic story for the Canadian economy, as for so many other countries, was one of further recovery from the inflationary turmoil of the 1970s and the sharp recession of 1981-82.

The satisfaction that Canadians can take from the achievement of lower inflation and expanding output and employment in 1984 is tempered by widespread recognition that the road to recovery is a long one. The continued expansion in economic activity has carried total national output to new peaks, but the recovery has been very uneven across industries and across regions. In many areas of the country, and particularly among young people, unemployment is still distressingly high. However, recognizing that we are well away from general economic prosperity should not be allowed to conceal the fact that genuine progress has begun to be made. We are not yet at price stability, but the rate of cost and price increases we are experiencing at present is a tremendous improvement over the double digit pace of three years ago. It is increasingly accepted that Canada has indeed shown itself capable of turning the momentum of inflation around and of building the foundation of good performance that is essential for sustained economic advances.

This reversal of inflation was long overdue and absolutely vital. Our inflation problem has not only been the fact of high recorded rates of cost and price increase. Just as disturbing was the widening pessimism over our prospects for ever curbing the escalation of costs and prices. Beliefs that this country was somehow destined to be subject to chronic high inflation gave rise to defensive expectations and attitudes leading to still more inflation. There was no alternative to getting inflation down; otherwise it would only have worsened and the economic damage would have been still greater. But in the face of fears of continued inflation and entrenched behaviour, the reduction in inflation has been achieved with great difficulty. Plans made by individuals and firms on the assumption of continued high inflation, which almost invariably involved running up debts on a larger and riskier scale, were completely upset.

One of the unavoidable by-products of a return to low inflation is that it exposes problems that had been masked by inflationary conditions. The recent decade of serious inflation in Canada and throughout the world, and the way in which inflation had eventually to be fought, left a legacy of major financial and economic distortions. Many individuals, businesses, governments and, indeed, countries still remain heavily burdened by debts accumulated during that period. At the

same time, the continuing imbalance of government fiscal positions has nourished lingering concerns about inflation and contributed to high world interest rates. In this environment, financial institutions continue to have to cope with a substantial volume of problem loans; businesses have been anxious to redress their financial positions before undertaking new investment commitments; and individuals have been similarly cautious, restricting spending where possible to pay down debts. While there is no doubt that these financial strains are gradually being corrected, those that remain in Canada are particularly concentrated in those parts of the country where resource-based industries predominate. These severe regional economic difficulties have limited the improvement in our overall situation, but they do not alter the fact that Canada's basic position has been changing for the better.

The fact that so many countries have been confronting similar kinds of problems of transition to economic stability has had a marked impact on the world economic environment. Some of those global imbalances, showing up in extreme movements of exchange rates and interest rates, have weighed rather heavily on the Canadian economy, giving rise to renewed debate about the extent to which Canada can expect to protect itself from less favourable aspects of developments affecting the world economy. I will return to this question later when I discuss the Bank's conduct of monetary policy. However, before doing so I want to comment on the features of the international economic and financial situation that have been particularly significant for us.

Evidently, the crucially important aspect of the world scene has been the fact that the economic expansion that began in 1983 has continued and that more countries are participating in it. Moreover, this recovery has occurred within the framework of continued progress among industrial countries in bringing down inflation, providing greater assurance that the expansion can be long-lasting.

Concerns have nevertheless persisted because of the imbalances in the world economy that complicate economic management and inject special uncertainties into the economic outlook.

The high levels of indebtedness accumulated by a number of developing countries continue to be particularly burdensome. The review of recent developments in the area of international debt that appears later in this Report shows that the strengthening world economic situation together with cooperation and flexibility on the part of borrowers and lenders brought further important improvements in 1984. At the same time, it is clear that in order to make good progress a number of things will have to go well, including the expansion of world trade, the trend of interest rates, the adjustment efforts of borrowers and the cooperative response of lenders.

There are also major imbalances in the economic situations of the major industrial countries. The largest part of the economic expansion has come from one source — a strong growth in spending in the United States spurred in part by a historically large budget deficit. The demands for financing associated with economic expansion have in consequence run well ahead of U.S. sources of funds, pushing up interest rates. High U.S. interest rates and the investment opportunities provided by the rapidly expanding U.S. economy have attracted a huge volume of capital, boosting the international value of the U.S. dollar in the process. The resulting improvement in the competitive position of exporters in other countries has allowed them to increase their sales to the United States by spectacular amounts. In this way exchange rate responses have caused the strong economic expansion in the United States to be a major impulse to export-led recovery elsewhere in the world. The stimulus has not, however, come without a cost. The pressures on world credit markets generated by the extremes of the U.S. situation have meant that other countries have had to contend with the uncomfortable combination of high interest rates and very weak exchange rates for their currencies against the U.S. dollar.

The importance of exchange rate relationships with the U.S. dollar varies considerably across countries, depending on the extent of their economic and financial ties with the

United States. What happens to the exchange rate with the U.S. dollar is a great deal more important for Canada than it is for any other industrial nation because our links with the United States in trade and capital flows are far greater than those of other countries. Therefore, while there is serious worldwide concern about the strength of the U.S. dollar, other countries are able to sustain weakness in their currencies against the U.S. dollar that is far greater than anything tolerable for Canada. For example, over the past two years the drop in value against the U.S. dollar for the currencies of the major industrial countries overseas has been in the range of 25 to 35 per cent, but, taking into account the large proportion of their trade which is outside the United States, the overall exchange rate situations of these countries have changed far less.

One unwelcome result of these extreme exchange rate movements has been that the Canadian dollar has appreciated substantially in relation to these other currencies, adversely affecting the competitive situation of Canadian industries and companies relative to producers in overseas countries. However, with the exchange rate divergences that exist in the world at present there is no way that Canada can have an exchange value for its currency that is reasonable in terms of its overall competitive position, in which the relationship with the U.S. dollar is by far the major element, and that at the same time is consistent with a good competitive position with its major trading partners overseas.

The ability of most industrial countries to moderate the impact on their economies of high world interest rates has been limited because of their own accumulated fiscal deficits. The size of government deficits has been and continues to be a primary concern virtually everywhere. Because of a need to keep the rise of government debt under reasonable control, most industrial countries have been reluctant to contemplate a more expansionary fiscal policy aimed at offsetting some of the impact of high U.S. interest rates on their domestic economic situations. Indeed, they have been anxious to bring about some reduction in their deficits.

Furthermore, because of its dominant position in the world economy, the United States is in a separate category among countries that have substantial fiscal deficits. The United States can expect to get lower interest rates through a reduction in its budget deficit whatever happens to other countries' interest rates. That is not true to the same extent for other countries because even if they curb their deficits they will still be subject to the pervasive effect of U.S. interest rates. There can be no question that a significant reduction in the high international interest rates requires credible deficit reduction action in the United States.

This of course does not mean that what happens to fiscal deficits in Canada and in other countries does not matter. The individual impacts of these deficits on world capital markets and world interest rates may not be large but their domestic effects count for a great deal. A constructive element in increasing understanding of the important issues involved has been the widening realization in Canada and elsewhere that the longer-run effects of deficits, through the cumulation of the debt that has to be carried and serviced in future periods, can be a major obstacle to economic and financial stability. Because of this cumulative effect, timely actions to curb deficits deserve a high priority, for delay makes the future task even more difficult.

With this background, I want to turn now to the most important issue to face Canadian monetary policy in 1984 — the upward pressures on interest rates for a good part of the year. The particular pattern of rates through the year and the factors influencing that pattern are described in a later section of this Report. My purpose here is to explain the approach taken by the Bank of Canada in responding to those pressures.

I will begin by restating what I have said many times in the past. We are not going to realize the goal of sustained economic prosperity, a goal on which we surely all agree, without a relatively stable price level and confidence that such stability can be counted on in the future. The difficulties we have encountered in our transition back to price stability testify to the grip

that inflation has had on our system. Whatever the initial short-term conveniences, the cumulative effects of temporizing with inflation have been overwhelmingly negative. And once inflation has been brought down again the only credible way of buttressing confidence in a better future is to maintain a record of actions that are consistently anti-inflationary.

This means that the orientation of monetary policy has to be one that guards against inflation. To recognize this reality is not to deny monetary policy any room to adjust and react to changing economic circumstances. The more other policies or wage- and price-setting arrangements in Canada promote price stability, the less will be the burden on monetary policy. However, since inflation is about confidence in the value of money, the ultimate guiding objective of monetary policy has to be the achievement of long-term price stability.

The instrument which the Bank of Canada has at its disposal in carrying out monetary policy is its role as the provider of ultimate liquidity in the financial system. By varying the supply of liquid reserves to the financial system, the Bank can over time regulate the rate of monetary expansion in the Canadian economy. While the objective of long-term price stability implies a trend of monetary expansion that contributes to neither sustained upward nor downward pressure on the overall level of prices, as long as we have inflation the appropriate trend of monetary expansion is one that will be consistent with a deceleration in the rate at which the price level is rising.

One technical difficulty that arises in implementing monetary policy, as I have explained in previous Reports, is that there are no aggregate measures or indicators of the rate of monetary expansion in Canada that are sufficiently reliable at present to be used as targets for policy, or that are uniquely helpful in the task of explaining the impact of monetary policy. However, in deciding monetary policy the Bank of Canada has always attached great importance to evidence in the economic and financial scene that goes beyond the performance of particular aggregates. In current circumstances it relies on its analysis of a broad range of financial and economic variables, including the trend of total spending in the economy and exchange rate developments, as well as the various monetary and credit aggregates, to come to judgements regarding monetary policy.

The growth of spending in the economy proceeded at a moderate pace over the past year, consistent with the gradual improvement in economic activity and further gains in reducing inflation. In these circumstances, some reduction in the level of interest rates seemed to be consistent with maintaining a moderate trend of monetary expansion. And the operations of the Bank of Canada were oriented during 1984 to bringing about lower interest rates, so long as the progress we were making in bringing down our inflation rate was not threatened.

In the event, encouraging an easing of interest rates proved to be much more difficult than was originally hoped, since severe downward pressures on the exchange rate for the Canadian dollar began to call into question the objectives of Canadian policy with respect to the exchange rate and to inflation. Those pressures stemmed from rising U.S. interest rates in the spring and early summer and the reaction to these increases in Canadian financial markets. Consequently, over a quite extended period, from March into July, the movement of interest rates was in an upward rather than a downward direction. Given the international openness of the Canadian economy, there was of course no question of avoiding the pressures from U.S. rates altogether. The only issue was how we could best adjust to the impact of those external financial strains.

The Bank's typical response to upward fluctuations in U.S. interest rates has been to allow some of the resulting impact to be taken on Canadian interest rates and some of it on our exchange rate. However, it is never possible to be sure how much room will actually exist to moderate the increase in interest rates. There are two basic reasons for this. In the first place, a view can develop that the external interest rate pressures will persist for an indefinitely long period. As this view widens among investors, increasing

upward market pressure is put on Canadian interest rates and downward pressure on the exchange rate. Also, confidence in the underlying future exchange stability of the nation's currency can weaken because of a perception that domestic policy actions or attitudes themselves will encourage sustained exchange rate decline. This can make Canadian dollar securities unattractive investments except at higher interest rates that give greater protection against a potential loss in value of the Canadian dollar. In either case it becomes less and less possible to "buy" lower interest rates through exchange rate depreciation.

The developments in financial markets during 1984 provided as clear a demonstration as anyone could wish of how fragile this trade-off can be in the face of a potential loss of confidence in the value of the Canadian dollar. While these events are reviewed in detail later in this Report, they are sufficiently instructive to summarize here.

Throughout most of the period from March to early July interest rates in Canada rose approximately in line with U.S. rates. While the Bank of Canada in general sought to moderate the pressure on Canadian interest rates, the tendency for the Canadian dollar to decline in value against the U.S. dollar made holders of investments denominated in Canadian dollars increasingly concerned to get a competitive return. Furthermore, as time passed the upward movement in market interest rates in reaction to exchange rate weakness became more pronounced rather than less. This interaction between the money market and the exchange market only came to an end in July when money market rates moved up rather sharply. By this time the Canadian dollar had declined by more than 6 per cent to reach a new record low against the U.S. dollar; it had also reached a new low when measured against the currencies of the major industrial countries taken as a group. Moreover, Canadian short-term interest rates had risen substantially more than those in the United States.

With the downward trend of U.S. interest rates from mid-1984 and into the first few weeks of 1985, conditions were much more favourable for a decline in Canadian rates, with the result that by late January 1985 they were back to where they had been a year earlier. But while the differentials over U.S. interest rates remained wider than they were in 1983 and early 1984, the exchange value of the Canadian dollar against the U.S. dollar recovered very little from the low point reached in July, notwithstanding Canada's continued favourable performance in terms of inflation and foreign trade. The relative weakness of the Canadian dollar in this period appeared to reflect in part the general strength of the U.S. dollar against other currencies.

From late January to the end of February, when this Report was completed, there was a dramatic further strengthening of the U.S. dollar against other currencies, including the Canadian dollar. Short-term interest rates in the United States increased somewhat in this period. As before, the downward pressure on the Canadian dollar interacted with the Canadian money market to generate upward pressure on short-term interest rates. The actions of the Bank of Canada were designed to moderate but not to suppress this interaction.

The experience of the past year shows that there are important limits on the room available to the Bank in influencing short-term interest rates. How narrow these limits will be can be expected to vary over time depending on a range of factors. I think most knowledgeable observers would agree that the most important factors include the performance of the Canadian economy on inflation, the state of our balance of payments, the pressures from external financial developments of the kind I have just described, and also the impression the authorities convey to financial markets about the importance they attach to the external value of the currency. What the net effect on the Bank's scope to influence interest rates will be at any moment is obviously something that cannot be established with any certainty. However, what is clear is that a loss of confidence in the prospects for the Canadian dollar in the exchange market does not contribute to lower interest rates. Furthermore, once confidence suffers a jolt it does not recuperate quickly.

A sharply lower dollar exchange rate also

carries with it the risk of disrupting the progress we have been making on inflation. Exchange rate depreciation leads to higher prices in Canada not only for imports but also for Canadian production that competes with imports and for Canadian production that can be exported. What happened during 1984, unlike earlier years, was that the effect of the decline in the Canadian dollar on our inflation rate was offset by continued good performance on our domestic costs. However, this kind of offset does not come automatically. The effect of depreciation has been to curb real purchasing power since the direct impact of a decline in the external value of the Canadian dollar is to raise prices but not wages and salaries. How willing are consumers to absorb this erosion of purchasing power without responding with demands for higher incomes? To press hard on that willingness is to risk a resurgence of inflationary pressures.

I believe that the appropriate approach of monetary policy to the exchange rate is to resist sharp exchange rate declines that threaten to undermine our progress on inflation or risk a loss of confidence that would also impede our ability to bring down interest rates.

Over time, our ability to achieve low interest rates in Canada will depend on maintaining a record of low domestic inflation. As I have already observed in this Report, the level of interest rates in international financial markets is something over which Canada has no direct control. However, it is within our power to do better than this international norm if we do better on inflation; the record shows that countries with the best inflation performance over time also have the lowest domestic interest rates. In the short run we can get pushed off course, as we were in 1984 and early 1985, by sharp external pressures that limit our ability to encourage lower interest rates in line with our improved inflation performance. But the fundamental fact remains that nothing will work as surely to bring about the lowest interest rates possible in Canada as will a return to domestic price stability.

* * * *

Over the past two years we have been emerging from the most trying economic conditions that Canadians have encountered in the postwar period. The transition is still not complete; difficult problems still remain in some industries and regions of our country. However, our economy has entered 1985 in better shape than for some time.

We have, moreover, achieved these gains in a year when external developments imposed on us an unfavourable combination of high interest rates and a distorted structure of exchange rates. It was not an easy year for many Canadians, but our basic situation has proved to be sufficiently sound to allow us to weather those problems without a serious economic setback. We will not be able to avoid other difficult moments in the future, given the imbalances that remain in the world. But as our economic situation continues to improve, we should be better placed to withstand the stresses coming from abroad.

International financial conditions will in time become less turbulent. But no matter how much more stable and prosperous the world economic environment becomes, it will always be highly competitive. In order to compete we need to see to it that our economy sustains the drive and flexibility necessary to make the best possible use of the resources and talents we have in abundance. I believe that this is now more widely understood and accepted in Canada than it has been for a long time. The further progress made in 1984 in improving productivity, holding our costs under better control and bringing down inflation helped to keep our economy expanding, and was another important step towards a prosperous and balanced economy.

* * * *

The Bank of Canada opened its doors for business on March 11, 1935. To mark its fiftieth anniversary the Bank has invited Mr. Douglas H. Fullerton to write a biography of Mr. Graham Towers, the first Governor of the Bank, who served in that position from September 8, 1934 to December 31, 1954.

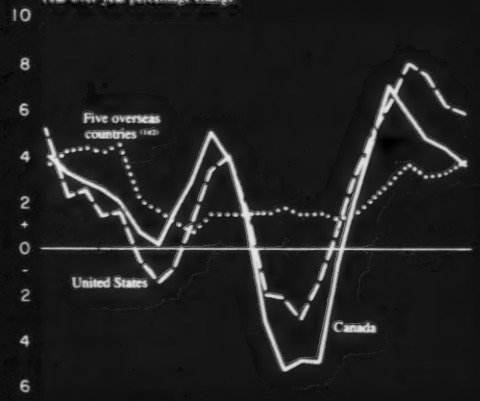
Economic Activity and Inflation

The performance of the Canadian economy continued to improve in 1984. The rate of inflation fell further, inflationary expectations lessened, and output and employment rose above the peaks reached before the recent recession. Economic conditions also improved in many of Canada's major trading partners, with those countries exhibiting the best inflation performance also generally having the largest output gains. Growth in the U.S. economy was particularly marked and this gave a substantial boost to Canadian exports and output.

International Comparisons

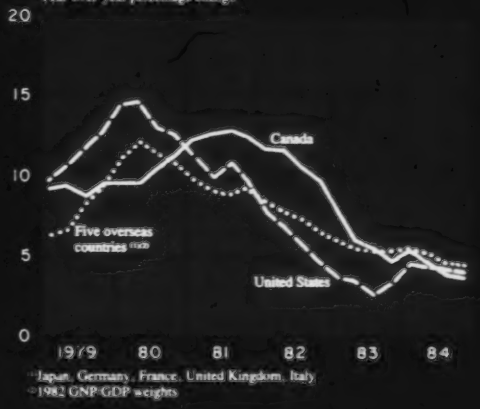
Real GNP/GDP

Year-over-year percentage change



Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



[1] Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy
[2] 1982 GNP/GDP weights

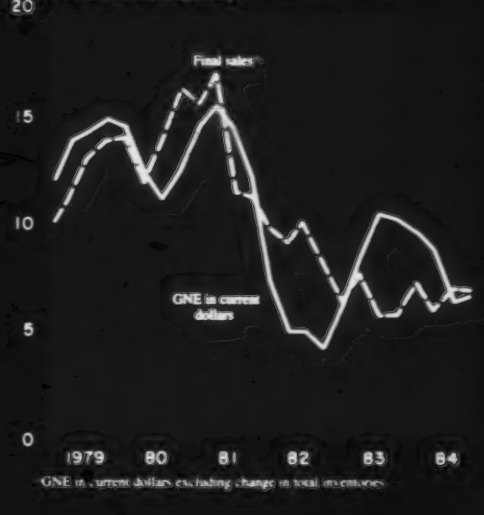
But despite these generally favourable developments, the overall rate of unemployment remained high in Canada and very high in some industries and regions. While there were some encouraging indications of renewed growth in the Western and Atlantic provinces towards year-end, the level of economic activity outside central Canada generally remained quite sluggish.

Economic Activity

The rise of total spending in the economy moderated to a rate of about 7 per cent between the fourth quarter of 1983 and the fourth quarter of 1984. This reflected a better inflation performance as well as a deceleration in real growth from the very sharp increase experienced during 1983. Whereas renewed inventory accumulation had provided a substantial boost to economic activity in the first year of the economic recovery, last year there was no such contribution. In contrast, the volume of sales to final purchasers rose much more rapidly in 1984 than the year before with increased exports to the United States being

Rate of Increase of Spending in Canada

Year-over-year percentage change



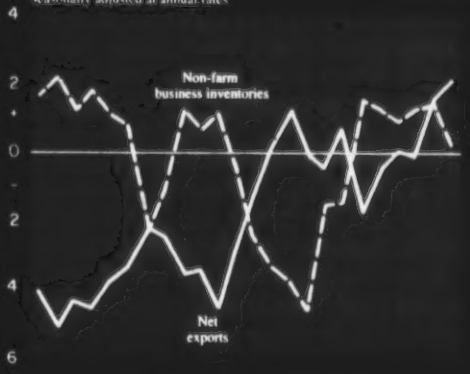
[1] GNE in current dollars excluding change in total inventories

an element of particular stimulus for the Canadian economy. Final domestic demand grew quite steadily in 1984 but at a moderate pace.

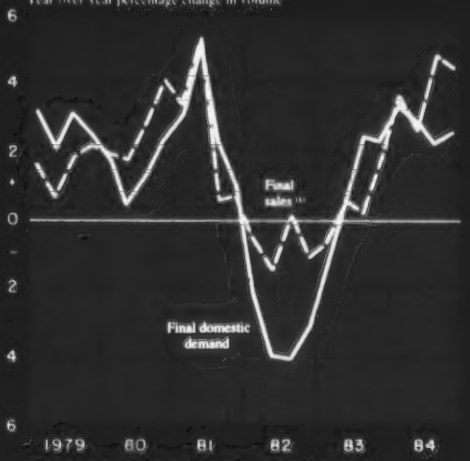
There was some divergence in the spending patterns of the household and business sectors during the year. While the volume of consumer expenditures grew quite strongly on average in 1984, there was evidence of some deceleration during the summer in response to the earlier rise in interest rates. This episode raised concerns about the possible future course of interest rates and provided further encouragement for households to maintain a high level of savings in order to reduce mortgages and other forms of debt. While purchasers of houses responded to similar forces, the weakness of residential construction also reflected the timing of the effects of previous government programs which seem to have increased housing starts early on in the recovery at the expense of starts more recently. The business sector continued to behave quite cautiously overall, although there were some indications that business investment was reviving as the year went on. Gains were evident in certain service-producing sectors and in those

Selected Real Expenditure Components

Billions of 1971 dollars
Seasonally adjusted at annual rates



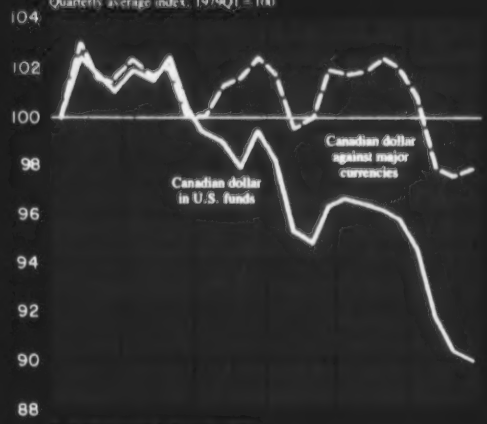
Year-over-year percentage change in volume



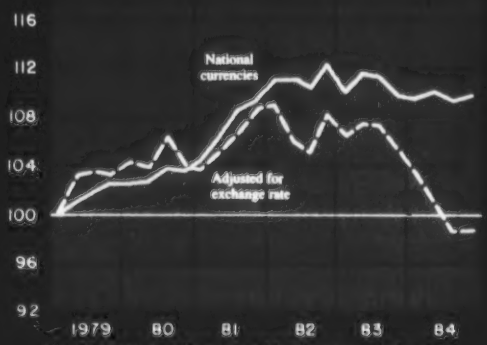
(1) GNE in constant dollars excluding change in total inventories

Measures Relating to International Competitiveness

Exchange rates
Quarterly average index, 1979Q1 = 100



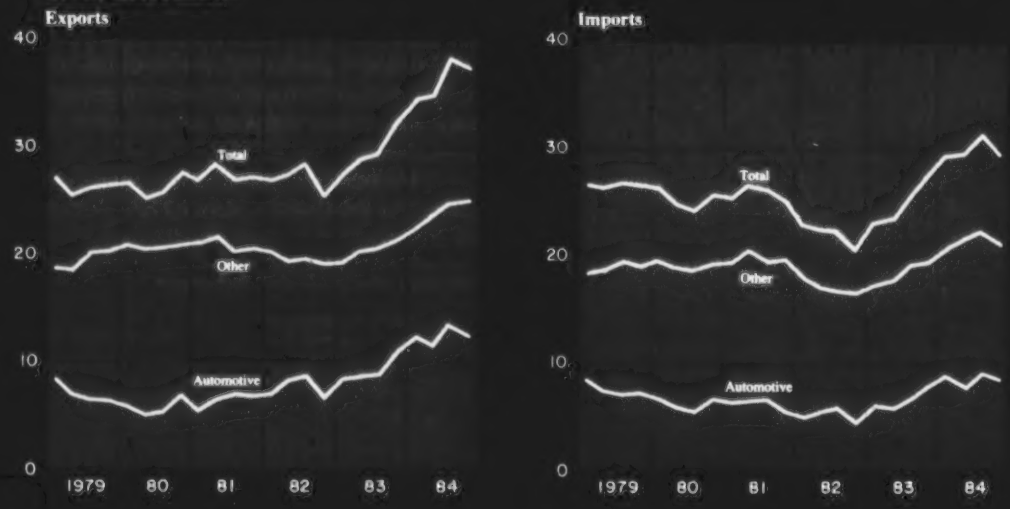
Relative unit labour costs (1)
Canada vs U.S., 1979Q1 = 100



(1) Unit labour costs in each country are defined as wages and salaries and supplementary labour income per unit of real GNP.

Volume of Merchandise Trade Flows

Billions of 1971 dollars
Seasonally adjusted at annual rates

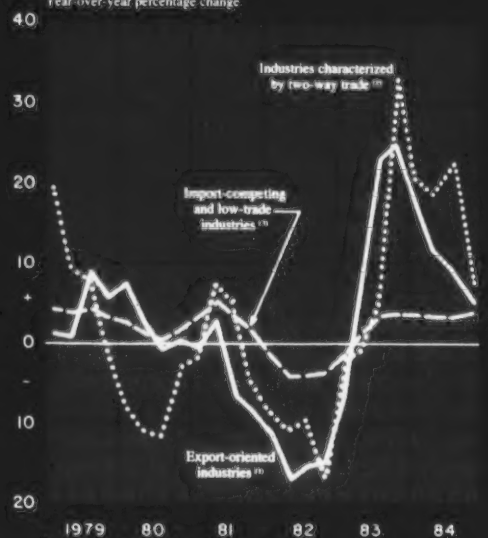


goods-producing industries that have recently experienced significant increases in the level of capacity utilization. The leveling off of inventory investment in 1984 was partly a cyclical development, typical of the second year of an economic expansion, but may also have been a response to the continuing high costs of inventory financing.

The continued rapid growth in the volume of exports and imports and the achievement of a record merchandise trade surplus during 1984 were major features of Canada's improved economic performance. To an important degree these developments were centred in the automotive sector, reflecting the strength of demand for automobiles and the integrated nature of the North American car industry. Yet other exports and imports also rose markedly in response to the overall firming of domestic demand in the United States and Canada. Canada's exports to the United States were particularly favoured, not only because of the stronger cyclical position of the U.S. economy, but also because the depreciation of the Canadian dollar has had the effect so far of improving Canada's competitive position against the United States. In contrast there was a further deterioration in our trade position

Output

Year-over-year percentage change



[1] Includes mining excluding oil and gas, wood products, paper and allied industries, and primary metals
[2] Includes machinery, transportation equipment and chemical products
[3] Includes other manufacturing, construction and service-producing industries

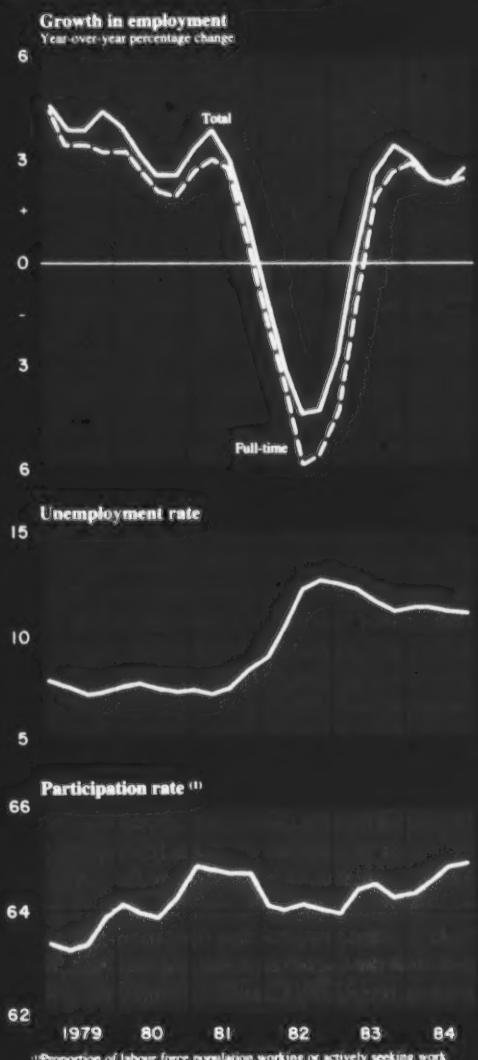
Current Account of the Balance of Payments: Selected Balances

with respect to the rest of the world; cyclical factors and exchange rate movements acted to inhibit Canadian exports and increase domestic imports from overseas.

The major role played by exports and imports in the Canadian economy in 1984 has been reflected in the composition of industrial output and associated levels of capacity utilization. Export-oriented industries, which are primarily resource-based, have continued to expand production strongly, as have the transportation equipment and other industries characterized by relatively high levels of both exports and imports. In a number of instances such industries are now operating at levels of output which, in relation to the capacity of their plants, are above historical averages. By contrast, those industries whose products are primarily directed to Canadian customers grew relatively less rapidly, owing to both vigorous import competition and sluggish demand for many domestically produced goods and services which do not trade internationally.

Further employment gains were also recorded in 1984, with businesses being increas-

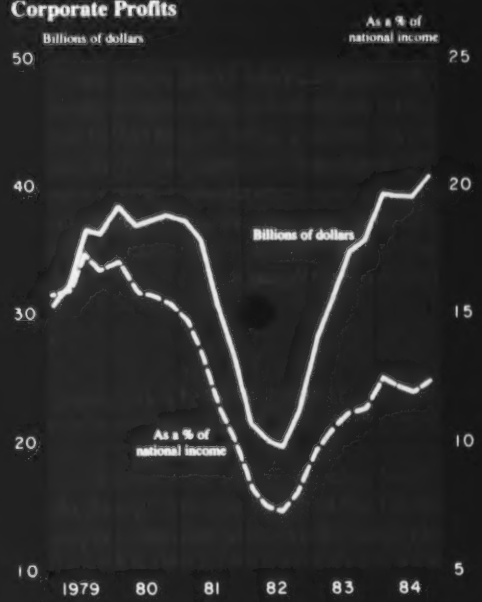
Selected Labour Market Indicators



(1) Proportion of labour force population working or actively seeking work

ingly prepared to hire full-time as opposed to part-time workers. Nevertheless, only a little progress was made in bringing down the rate of unemployment, in part because workers who had earlier left the labour force were encouraged by improved employment prospects to seek work once again. The fact that employment gains have not been even greater appears to be related to business efforts to increase productivity and reduce costs in the face of international competition. Such efforts have been in evidence now for several years, but there was a substantial further

Corporate Profits

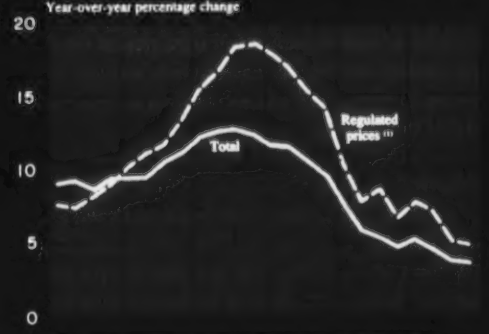


increase in output per employed worker during 1984. Large productivity gains have been observed over a wide range of industries. Partly in response to these developments, corporate profits also increased on average in 1984.

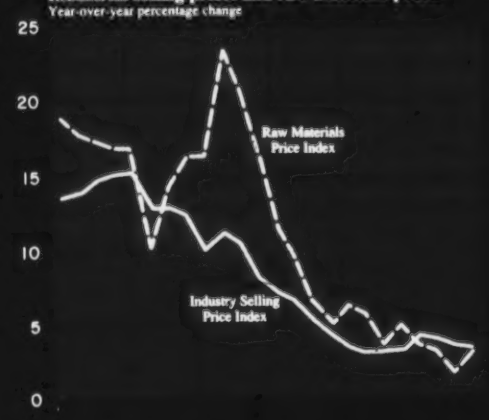
Some of the larger productivity improvements were recorded in the resource-based industries, with the result that employment expanded little in these industries during the year despite higher levels of output. Their profit situation improved moderately in 1984 but the overall level of profit still remains well below earlier norms because of the continued low level of

Indicators of Prices and Costs

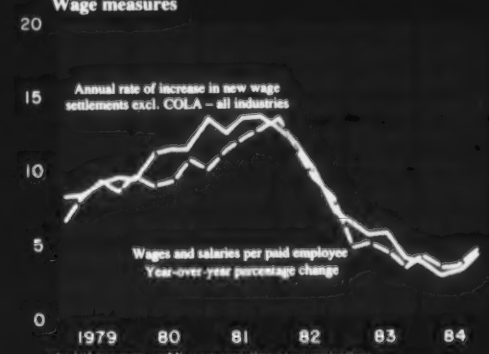
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



Industrial selling prices and raw materials prices
Year-over-year percentage change



Wage measures



(1) Includes energy, public transportation, communications, vehicle registration fees and drivers' licences, water, property taxes, tobacco and alcohol and agricultural products subject to regulation

world prices for primary commodities. The Western provinces have been particularly affected by these developments, as well as by drought-related reductions in agricultural output and further declines in construction activity following the period of intense growth around the turn of the decade.

Inflation

Further progress was made in slowing the rise of costs and prices in 1984. At the end of the year the Consumer Price Index was 3¼ per cent higher than a year earlier, a further reduction from the 4½ per cent rate of increase recorded in 1983. Moreover, this progress was achieved despite some factors working in the opposite direction. In particular, the depreciation in the Canadian dollar led to higher Canadian prices than would otherwise have occurred for imports, exports and other potentially tradable goods. Broadly speaking, the prices in Canada of internationally traded goods, especially food and energy, tended to rise more rapidly than the prices of those goods and services sold mainly in domestic markets and therefore primarily influenced by domestic market conditions. The rate of increase of regulated prices also decelerated in 1984 but remained somewhat higher than that of the overall Consumer Price Index.

A high degree of competitiveness in the markets for both labour and products has continued to exert downward pressure on cost and price increases in Canada. The rise in labour costs per unit of production slowed further through 1984 as the rate of increase in the earnings of wage and salary workers averaged around 4 per cent while, as noted above, the level of productivity increased further. The rate of increase obtained in newly negotiated wage settlements in the unionized sector, a more forward-looking indicator of wage developments, also decelerated to an average of about 3½ per cent annually in the second half of the year. The much more moderate rate of inflation during the last two years should reinforce expectations that inflation will remain low in the future, and this may have already begun to encourage lower wage settlements.

Financial Developments

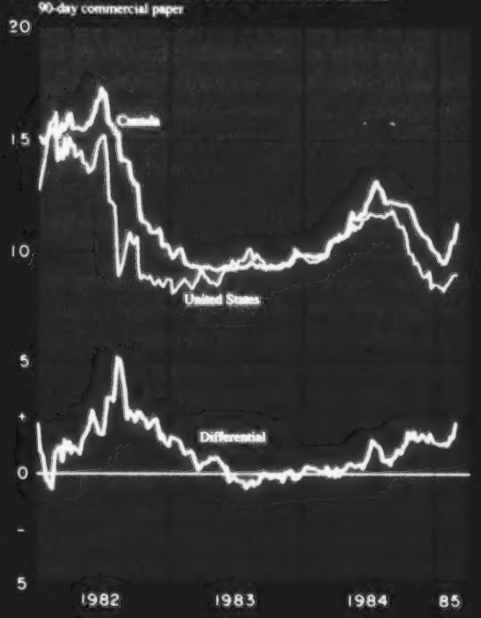
Interest rates in Canada were much less stable during 1984 than they had been in the previous year. Pressure from rising interest rates in the United States, interacting with a substantial weakening of the foreign exchange value of the Canadian dollar, led to sharp increases in domestic interest rates through the spring and early summer. These increases were subsequently reversed, and by the end of the year most interest rates had returned to levels that had prevailed through much of 1983. However, the Canadian dollar exchange rate remained near the lower levels reached during the summer for the rest of the year.

The growth in credit outstanding to Canadian borrowers in 1984 was somewhat stronger than the previous year. However, in neither year were the credit demands of the private sector as large in relation to the amount of total spending in the economy as they had been a few years earlier. The continuing efforts of businesses and households to reduce debt burdens were again in 1984 an important influence on credit demands. Most of the commonly used monetary aggregates also expanded more rapidly last year than in 1983. There were, however, quite wide divergences among the rates of increase in these indicators of money growth. The broadly defined aggregates were influenced by the sluggish growth of private sector credit demands, while innovations in deposit services continued to distort the growth of the more narrowly defined aggregates.

Interest Rates and the Exchange Rate

The upward pressure on interest rates in Canada, which came from rising rates in the United States, began in early March and lasted until just after mid-year. Both short-term and long-term rates were affected by the reaction in

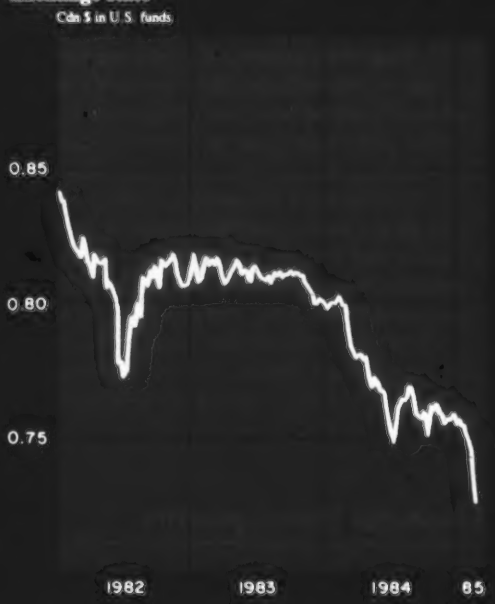
Canada-U.S. Short-Term Interest Rates



U.S. financial markets to the rapidly expanding U.S. economy, the associated high rates of growth of money and credit and the policy response of the U.S. monetary authorities. It was not until July that the financial market pressures generated by these conditions began to diminish and U.S. interest rates started to decline.

In Canada, fears during the first half of the year that the upward movement in U.S. interest rates might not be soon reversed led to strong downward pressure on the exchange value of the Canadian dollar even though Canadian interest rates moved up broadly in line with those in the United States. The operations of the Bank of Canada in managing the cash reserves provided to the financial system were designed through much of this period to moderate the pressure on domestic interest rates. However, as the exchange rate continued to move downward the Bank encountered stronger market resistance to its reserve management operations as investors in short-term securities sought to obtain a better interest return as protection against further declines in the Canadian dollar. Eventually, an interaction developed between the short-term money market and exchange market in which attempts to moderate interest rate increases led to speculative positions being taken against the Canadian dollar, and the resulting downward pressure on the exchange rate in turn intensified the upward pressure on Canadian interest rates.

Exchange Rate



The extent of the market uncertainties underlying these upward pressures on interest rates showed up rather strikingly at the weekly auctions of Government of Canada treasury bills during this period. With in excess of $2 billion of treasury bills to be sold at each auction in order to refinance maturing issues and provide new funds, those bidding at the auctions risked substantial capital losses if they bid at yields which turned out to be too low to attract investors to purchase the increased supply of bills. Although the Bank of Canada generally provided a generous supply of cash reserves to the financial system and frequently supported the treasury bill with market purchases, there were a number of occasions when conditions in exchange and se-

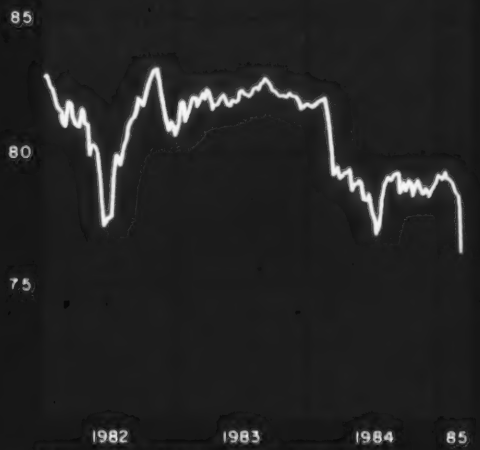
curities markets were of sufficient concern that the only bids for treasury bills were for yields well above prevailing market levels. In view of the size of these auctions, the ability of the Bank to use its own bid to moderate the outcome of an auction was limited.

Early in July, against the background of a falling Canadian dollar, money market interest rates in Canada were permitted to rise sharply, bringing this interaction between the money market and exchange market to an end. At their peak in July short-term interest rates had risen by 3½ percentage points since the beginning of the year and were moreover some 1½ percentage points higher than similar rates in the United States. Over the same period, the exchange value of the Canadian dollar had fallen to a record low level in terms of the U.S. dollar and had declined by almost 5 per cent against a trade-weighted average of all major currencies.

In the second half of the year, encouraged by declining U.S. short-term interest rates, Canadian interest rates also declined. The operations of the Bank of Canada did not resist the trend of rates downward although some effort was made to smooth the rate of descent. The pace of the decline accelerated during the autumn months, but short-term interest rates in Canada nevertheless remained above those in the United States by a significant margin. The Canadian dollar did not recover very far in terms of the U.S. dollar from the low point reached in July despite the support from these differentials, but both currencies had strengthened markedly against overseas currencies by the end of the year.

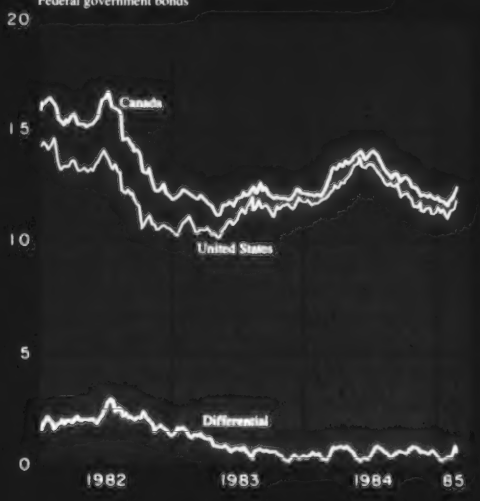
Other interest rates followed a pattern during 1984 similar to that of short-term market interest rates. Long-term rates rose initially under pressure from higher short-term interest rates and from rising long-term interest rates in the United States. Long rates reached a peak around mid-year and after a period of steady decline were by year-end close to their levels of a year earlier. Borrowing and lending rates administered by financial institutions for the most part followed the same up and down pattern. The rate charged by banks on prime business loans was

Canadian Dollar Exchange Rate Against Major Currencies
Index: 1971 = 100

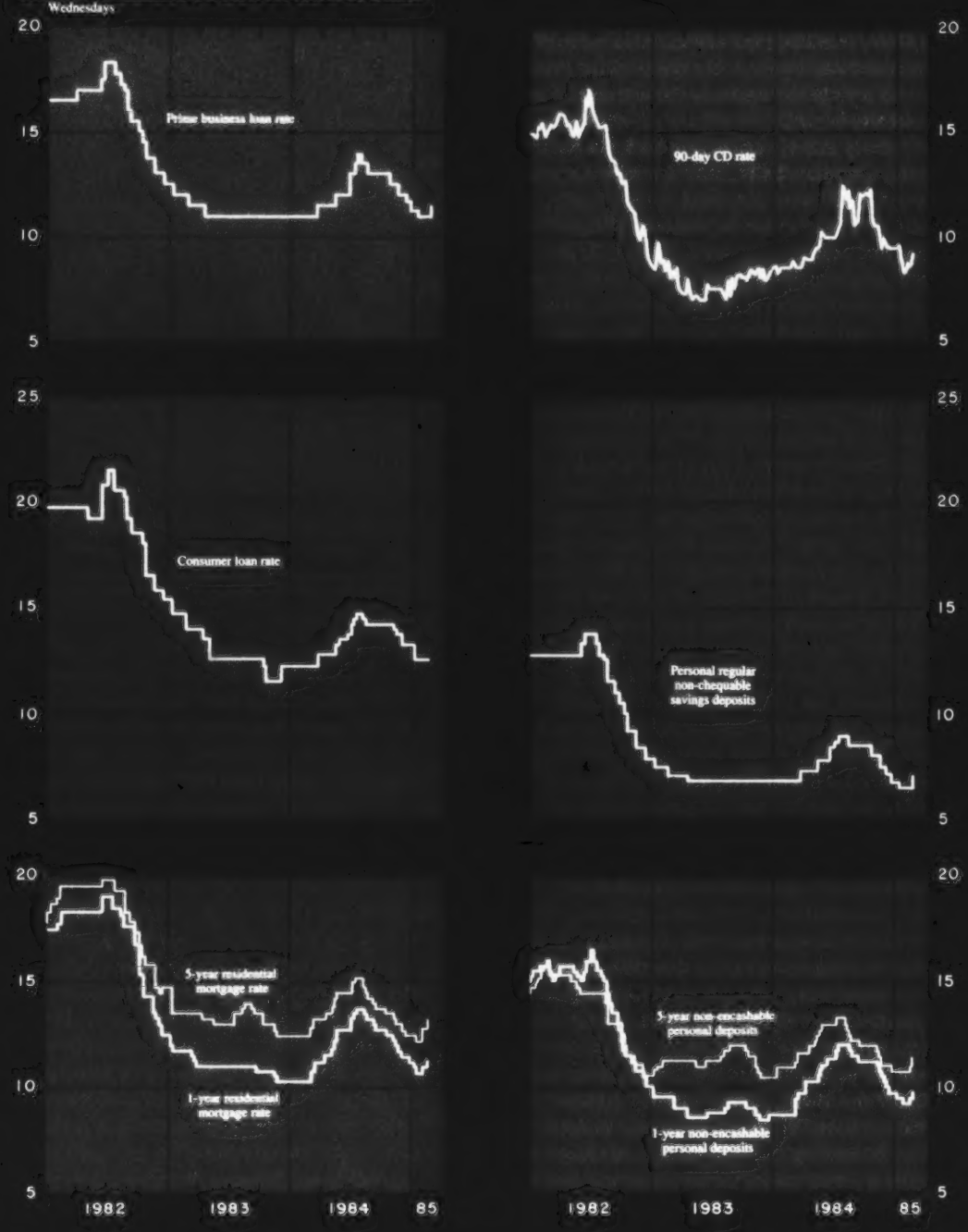


Index is a trade-weighted average of the exchange value for the Canadian dollar against the currencies of G-10 countries (United States, Japan, United Kingdom, Germany, France, Italy, Netherlands, Belgium, Sweden and Switzerland)

Canada-U.S. Long-Term Interest Rates
Federal government bonds



Selected Administered Interest Rates at Banks



typical of the pattern. It moved from 11 per cent beginning in March to a peak of 13½ per cent before falling back to 11 per cent by early in 1985. Consumer and mortgage borrowing rates and deposit rates moved in similar fashion.

In the early weeks of 1985, as the U.S. dollar rose strongly against overseas currencies to reach record high levels, the Canadian dollar was subject to intense downward pressure. Just as in the spring and early summer of last year, the decline in the exchange rate was the source of upward pressure on Canadian short-term interest rates.

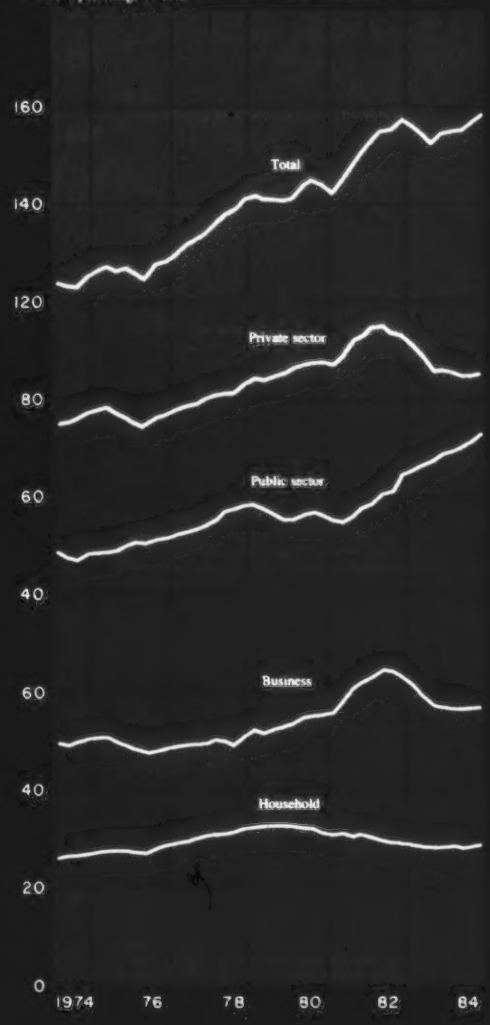
By late February of this year the exchange value of the Canadian dollar had fallen to levels around 72 U.S. cents and had depreciated by about 4 per cent against a trade-weighted average of all major currencies over the course of a few weeks. During the same period the rise in short-term market interest rates had amounted to 1 to 2 percentage points, and there had been upward adjustments in the banks' prime lending rate and mortgage rates.

Credit Developments

Over the past several years the business sector has made a concerted effort to reduce outstanding debt, increase equity capital and shift the composition of its debt away from floating-rate bank loans. Households have similarly made considerable efforts to pay down existing mortgage and consumer debts and to minimize new borrowings. The rise in interest rates earlier in 1984 undoubtedly made further progress difficult for those whose debts were at floating interest rates or had to be rolled over during the year. Households and businesses which had not yet managed a significant reduction of the heavy debt burdens accumulated through the 1970s and early 1980s were particularly exposed. Nevertheless, the overall ratio of private sector debt to Gross National Expenditure (GNE) showed a small further decline over the year. Indeed, there are some recent indications that for a significant number of households the debt situation may have improved sufficiently that they are once again prepared to increase their reliance on credit to finance expenditures.

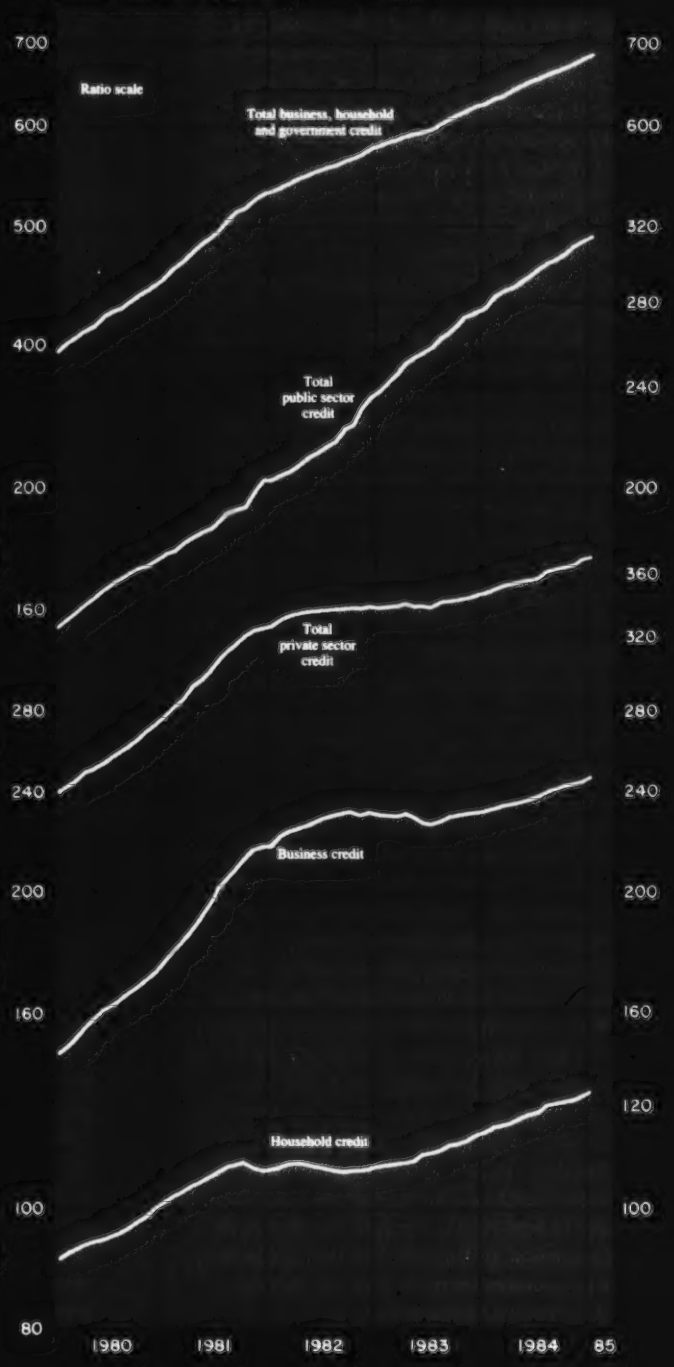
To provide a summary of recent credit developments, a series of broad credit aggregates are plotted on the accompanying chart. There was a slightly more rapid expansion of total credit in 1984 than in the previous two years as the pace of borrowing by the private sector accelerated. Nevertheless, the rate of expansion of government credit demands remained well above that of the private sector, and new government borrowing continued to predominate in credit markets.

Outstanding Public and Private Sector Credit
As a percentage of GNE



Credit Aggregates: Amounts Outstanding

Billions of dollars, seasonally adjusted



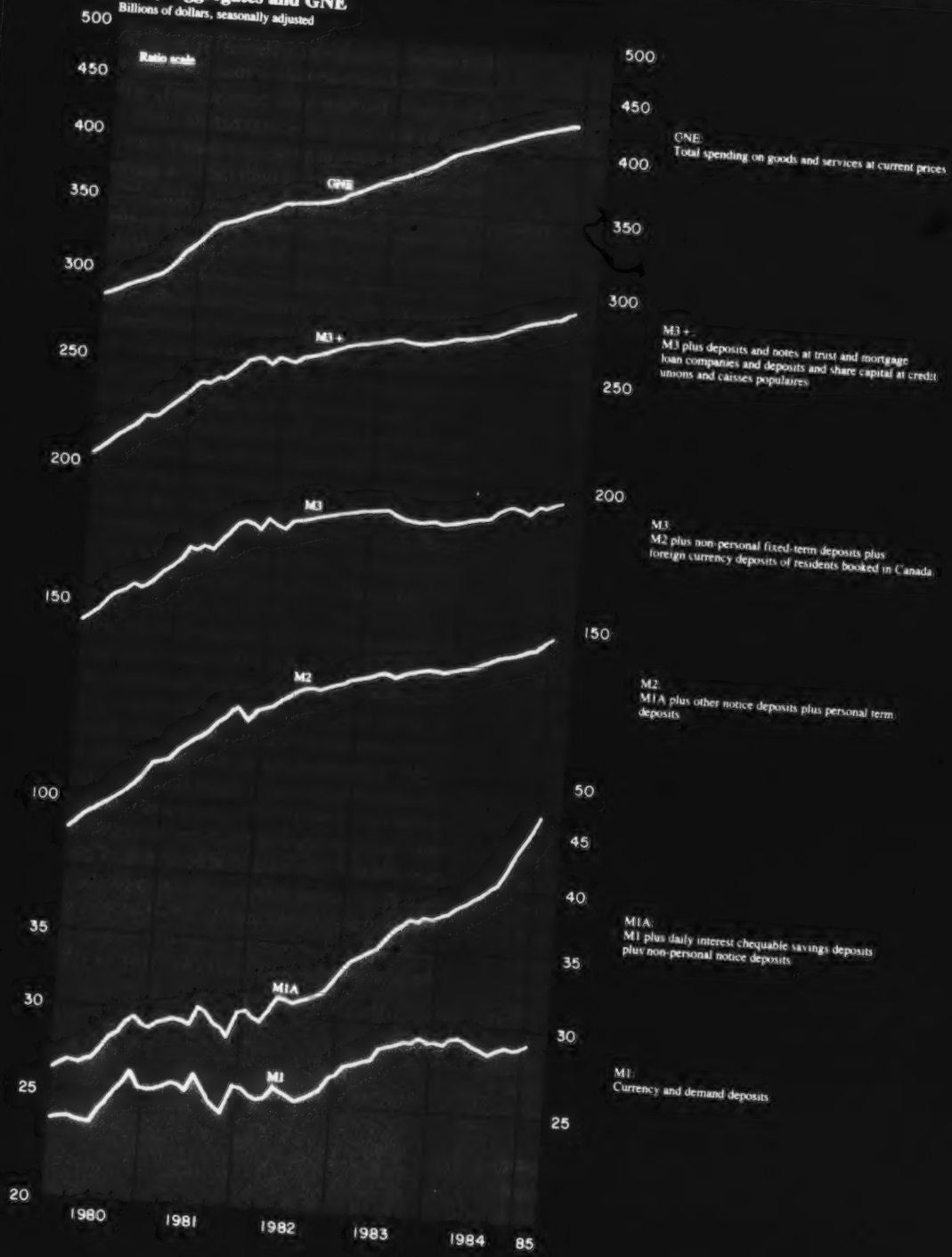
Total public sector credit
Loans extended to, and bonds and bills issued by federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit
Total of business and household credit

Business credit
Loans and financial leases extended to, and acceptances, short-term paper, bonds and equities issued by non-financial businesses

Household credit
Consumer credit and residential mortgage loans extended by selected lenders

Monetary Aggregates and GNE



GNE
Total spending on goods and services at current prices

M3+
M3 plus deposits and notes at trust and mortgage loan companies and deposits and share capital at credit unions and caisses populaires

M3
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency deposits of residents booked in Canada

M2
M1A plus other notice deposits plus personal term deposits

M1A
M1 plus daily interest chequable savings deposits plus non-personal notice deposits

M1
Currency and demand deposits

Monetary Aggregates

The growth rates of the different monetary aggregates continue to be distorted to varying extents by innovations in deposit services provided by banks and other financial institutions and by the impact of the credit developments described above. As a result, the monetary aggregates remain difficult to interpret and do not provide a straightforward indication of the recent trend of monetary growth in Canada.

While interest rate movements and the trend of total spending in the economy have influenced the behaviour of the two narrowly defined aggregates, M1 and M1A, these effects have been largely overshadowed during the past year by institutional developments. The divergent trends that one observes in the growth rates of these two aggregates are the result of recent changes in the characteristics of chequable deposits – most notably, the daily interest chequable savings accounts held by households, which now pay interest at two or three different rates depending on the size of the deposit balances. These accounts now provide the transactions services of regular chequing accounts and for balances above the specified minimum amounts offer interest rates as attractive as those available on other short-term savings instruments. As a result, households have been shifting deposit balances into these new accounts from both personal chequing accounts and traditional savings accounts. A similar but less extensive movement has occurred among non-personal deposits, with businesses shifting their current account balances into notice deposits offering more attractive returns. Consequently, M1 showed no increase whatever during 1984 while M1A, which includes daily interest chequable savings accounts and non-personal notice deposits, grew rapidly.

The broader aggregates, M2 and M3, are less affected by these banking innovations since their broad coverage of different types of deposits effectively internalizes much of the shifting of balances, but they have been strongly influenced by the recent developments in credit markets. For several years now their growth has been reduced because of both the slow growth in private sector credit demands and, more importantly, the shift away from bank loans as businesses restructure their balance sheets. With a relatively slack demand for private credit, banks have been generally less aggressive about bidding for personal and corporate term deposits, which make up the largest part of these aggregates.

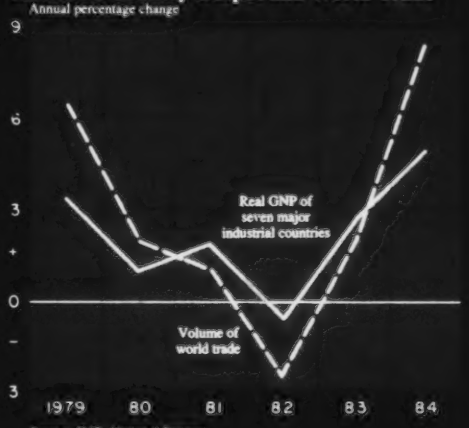
Some of the shift away from bank credit, and therefore from bank deposits, reflects changing market shares and can be captured by including in the broader aggregates the deposits of the other financial institutions that compete with the banks in the credit market. Such an enlarged aggregate, M3+, does show a somewhat higher rate of growth, reflecting the more rapid expansion of non-bank financial institutions, whose lending activities are less dependent on the demand for business loans. However, this aggregate still does not fully reflect total credit activity given the greater preponderance of government borrowing in recent years. Compared to private sector borrowers, governments typically obtain a much larger portion of their requirements directly from savers and relatively less via deposit-taking financial intermediaries. Nevertheless, the modest acceleration in the growth of private sector credit last year did contribute to increased business for financial institutions and to a somewhat faster rate of growth of the broader monetary aggregates than in 1983.

International Financial Developments

Further progress was made in 1984 in dealing with the world debt problem. This was due in part to the beneficial effects of an improved world economy and a robust expansion of world trade. But the adjustment efforts by debtor countries, supported in many cases by comprehensive International Monetary Fund (IMF) adjustment programs, and improvements in the financing provided by private and official creditors also contributed to the progress.

Output in the major industrial countries rose by about 5 per cent in 1984, following a more modest expansion in 1983. This growth once again was led by developments in North America, although less so than in 1983, as the recovery continued to spread to other industrial countries. The upward trend in output was particularly evident in Germany and Japan. Inflation in the industrial countries continued to decline. World interest rates, after a sharp rise earlier in the year, fell back during the second half to the levels prevailing in 1983. The volume of world trade expanded sharply during the year, rising by close to 9 per cent and further extending the recovery which began in 1983 after some years of low or negative growth.

Industrial Country Output and World Trade



Source: IMF, National Sources

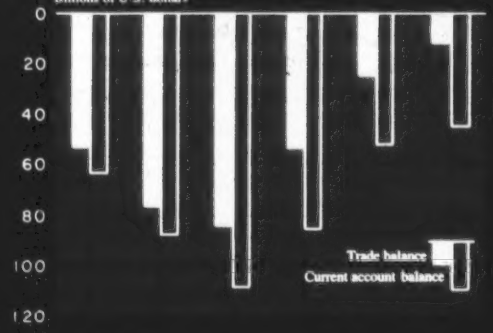
The expansion of world trade had a positive impact on the economic situation of many of the developing countries. This was most apparent among the countries with the largest debts, but substantial gains were registered by the group of developing countries as a whole. As the accompanying charts show, major progress was made in improving the balance of payments. Since 1981 there has been a sharp reduction in the aggregate current account deficit of the non-oil developing countries through reductions in the aggregate merchandise trade deficit that more than offset the rise in interest payments. Moreover, the major borrowers have begun to generate large merchandise trade surpluses. These improvements were due initially to a severe curtailment of imports, but in 1984 they resulted from the more rapid expansion of exports which became possible as increases in demand in the industrial countries accelerated. Imports began to rise again along with the recovery of output in the developing countries. The improved merchandise trade performance has also meant that measures of longer-term debt service capacity, for example the ratio of debt to exports and the ratio of debt to output, have begun to stabilize and in some cases to decline.

Evidence of progress in dealing with domestic problems was less consistent. Output began to expand again in the major borrowing countries. For the group of developing countries as a whole growth remained below previous averages, and in contrast to the experience in the

Non-oil Developing Countries

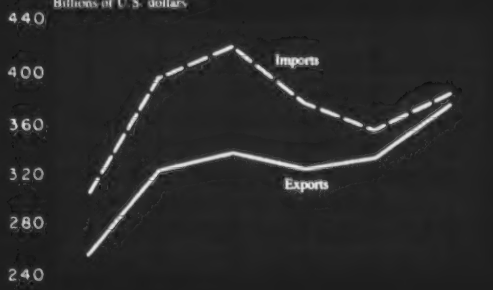
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



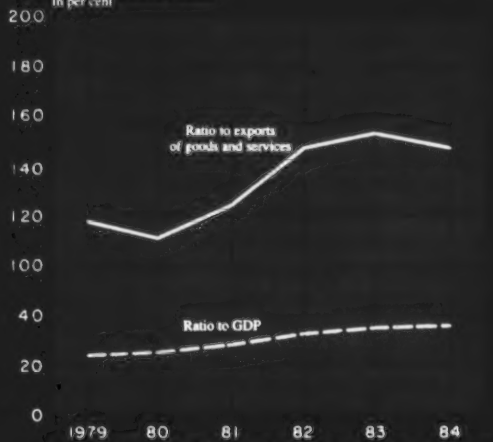
Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios

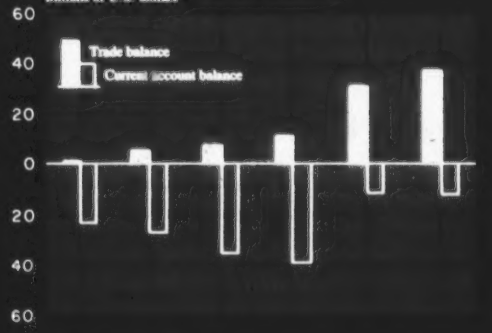
In per cent



Major Borrowers [1]

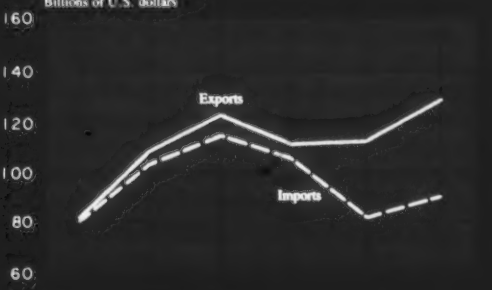
Trade and current account balances

Billions of U.S. dollars



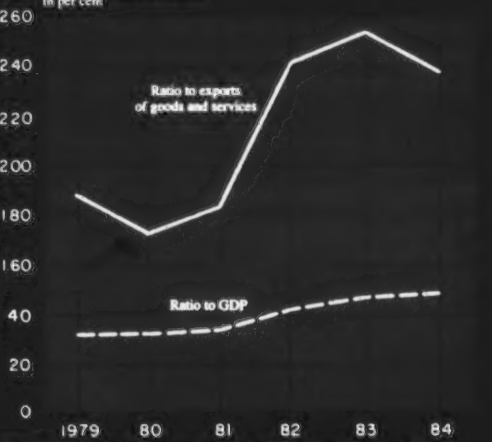
Merchandise trade

Billions of U.S. dollars



External debt ratios

In per cent



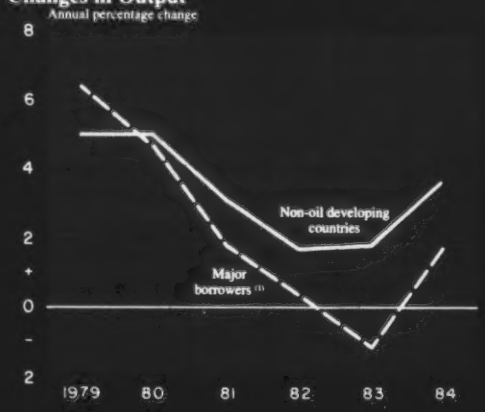
[1] Argentina, Brazil, Korea, Mexico and the Philippines, which are included in the IMF definition of non-oil developing countries, plus Indonesia and Venezuela which because of the particular importance of oil exports to their economies are classified by the IMF as "oil exporting countries".

Source: IMF

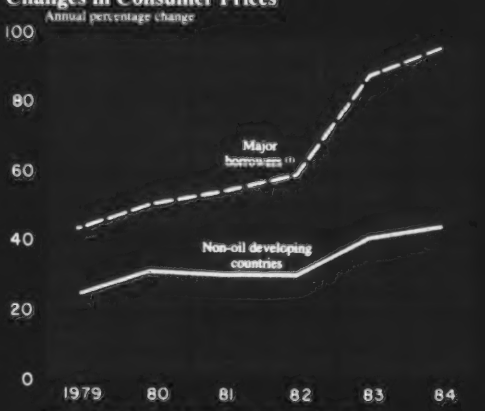
industrial countries, inflation has stayed very high.

Notwithstanding the boost from the buoyant expansion of world trade, the progress that has been made has required difficult adjustment efforts in a large number of countries. The experiences across countries, both with respect to the speed with which they implemented adjustment policies and the extent to which they have required assistance from their creditors and international organizations, have been quite varied. A few of the major borrower countries were able to make adjustments and remain creditworthy without requiring assistance from the International Monetary Fund. However, for most countries, the typical approach has been based on IMF assistance and the coordinated support of official and private creditors. The number of countries with comprehensive programs increased through the year.

Changes in Output



Changes in Consumer Prices



(1) For definition of "major borrowers", see preceding chart.

Source: IMF.

A development that eased the situation of several debtor countries was the availability of financing packages from banks on terms that were somewhat more favourable than those generally negotiated during 1982 and 1983. The better terms applied both to the restructured existing debts and to loans providing new money. The burden of interest rates, which generally float at a fixed margin or "spread" above a measure of the wholesale cost of funds to banks, declined as banks reduced the spreads charged on these loans. The fees or special charges that apply to these loans were reduced and in some cases eliminated. As well, the amortization periods applicable to rescheduled debts and to new loans were stretched out over longer periods, often with an initial "grace" period during which capital repayments were not required.

The improved terms reflected in part the improved creditworthiness of some of the major debtor countries. This in turn was based on the progress achieved in the initial phases of their adjustment programs. Another contributing factor was the more flexible approach which banks and debtor countries began to adopt as their experience with rescheduling and financing negotiations increased, resulting in the introduction of some innovative financing arrangements during 1984.

The innovations centred on the development of the multi-year rescheduling agreement – a framework designed to facilitate an orderly rescheduling of debts falling due several years into the future as well as those due immediately. Debt servicing therefore becomes more predictable and more manageable. The more orderly debt service performance is expected to enhance the country's creditworthiness and improve its chances of resuming more normal financing arrangements at a future date.

Undoubtedly, the characteristics of

multi-year rescheduling agreements will continue to evolve as they are applied to particular situations. So far multi-year rescheduling has been accepted in negotiations with a limited list of countries and mostly in agreements with private sector creditors. However, it is possible that use of such arrangements will become more widespread.

A particular feature of recent agreements has been the options provided for non-U.S. creditor banks to switch the currency denomination of a part of their lending from the traditional vehicle, U.S. dollars, into their home currency. These currency switching options, which did not originate in the normal operation of market forces, have the drawback that they would lead to an export of savings from the country into whose currency the loan is switched. The Bank of Canada has discussed this matter with those chartered banks chiefly concerned and has pointed out the potentially disruptive effects of currency switching on a large scale on Canadian interest rates and the exchange rate. Since the chartered banks' foreign lending has traditionally been financed by foreign currency borrowing abroad, this external business has operated virtually separately from the banks' domestic business. The Bank expressed the view that chartered banks should endeavour to maintain this separation of business.

Debt Management and Foreign Exchange Operations

Debt Management

The heavy pace of Government of Canada borrowings that was established in 1983 continued throughout 1984. The Government's domestic debt outstanding increased over the year by some $25.6 billion, $1.4 billion less than the record increase in 1983. The Bank of Canada, as fiscal agent for the Government of Canada, was involved in the domestic issue of treasury bills, marketable bonds and Canada Savings Bonds to refinance maturing debt and to raise the new funds required to meet the Government's net Canadian dollar financing requirements for the year. In addition, the Bank assisted the Government in borrowing the equivalent of over U.S.$900 million from external sources. This added more than U.S.$600 million to Canada's foreign exchange reserves after paying off the equivalent of over U.S.$300 million in maturing external debt.

There were 19 new offerings of marketable bonds by the Government over the year. A record amount of $11.1 billion was raised on a net basis after allowing for the refinancing of some $5.5 billion of maturing bonds. The previous year there were 16 borrowings which raised $7.4 billion on a net basis. Of the total amount of new bond financing in 1984, approximately 30 per cent was in issues with terms of 20 years or longer, about 35 per cent for terms of around 10 years and the balance for shorter terms concentrated at two, three and five years. Some of the shorter-term bonds were issued through an expanded use of auctions. The quarterly pattern of two-year bond auctions established in 1983 continued in 1984, raising approximately $1.6 billion. In addition, auctions were held in April for $300 million of bonds maturing in just under three years and in December for $350 million of bonds with a maturity of just under five years. Details of the 1984 marketable bond program are provided in Appendix Table V.

The weekly auction of three- and six-month treasury bills and biweekly auctions of one-year bills contributed $10.6 billion to the Government's financing requirements, somewhat less than the $13.3 billion raised in 1983. Additions were made to the amount of bills outstanding at most of the auctions throughout the year, with the exception of the period in November and December when large Canada Savings Bond receipts temporarily augmented Government balances. The total increase in bills outstanding was almost entirely accounted for by increased holdings of non-bank institutions and individuals. The retail market for treasury bills broadened further in response to the competitiveness of the bill rate over much of the year and the efforts of investment dealers and banks to enlarge this market. In October the Government issued two special cash management tranches of bills to supplement Government balances during the period in early November when outflows of funds related to redemptions of Canada Savings Bonds tend temporarily to exceed the inflows related to sales of the new issue of Canada Savings Bonds. These tranches consisted of $500 million of 28-day bills sold in mid-October and $300 million of 21-day bills sold at the end of October.

At the end of 1984 the average term to maturity of Canada's domestic marketable debt, comprising all outstanding issues of treasury bills and marketable bonds, was five years seven months, up slightly from the end of 1983. Last year was the first year since 1979 during which the term to maturity of the Government's domestic marketable debt did not decline.

During 1984, as in past years, the Bank of Canada was a regular buyer of new issues of Government of Canada marketable bonds and treasury bills to meet the requirements of its own operations. However, the Bank's acquisitions of these assets over the year were more restricted than usual. Growth of the Bank's assets is

mainly determined by the growth of its liabilities, primarily notes in circulation and reserve deposits of the chartered banks. In 1984 growth in currency was modest and the reserve base actually declined because of slow credit growth and because of the further reduction in the statutory reserve requirements provided by the 1980 Bank Act. The Bank's purchases of new marketable Government bonds were also constrained because it viewed its existing portfolio of Government securities as being disproportionately high in bonds relative to treasury bills. Given these circumstances, the Bank not only limited the size of its acquisitions of new Government bond issues but also offset these acquisitions by reducing its holdings of outstanding bonds. This reduction was accomplished in two ways. First, the Bank purchased Government of Canada bonds that were maturing during 1984 against sales from its portfolio of longer-term Government bonds and, to a lesser degree, treasury bills. Such purchases amounted to $672 million and allowed the Bank, when these issues came due, to reduce its holdings of bonds by not fully replacing the maturing bonds with purchases of the new issues. Secondly, outright sales of $782 million of bonds were made in the market. The net result was a decrease in the Bank's holdings of Government marketable bonds of $600 million during the year. With treasury bill holdings up $700 million, the increase in the Bank's overall portfolio of Government of Canada securities was only $100 million in 1984, compared to $1.6 billion in 1983. Appendix Table IV presents the Bank of Canada's bond transactions, on a net basis and by term category, over the year.

The amount of Canada Savings Bonds outstanding fluctuated quite sharply during 1984. At the beginning of the year, there was just under $40 billion outstanding following a successful sales campaign in 1983. As the rate of interest paid on other savings instruments gradually rose through the first half of 1984, the rate of 9¼ per cent payable on the 1982-83 and 1983-84 series of Canada Savings Bonds became steadily less competitive. This led to a marked acceleration in the rate of redemptions which, for the period January through May, totalled almost $2.5 billion. In May the Government announced that the rate on the two most recent series would be raised to 10¼ per cent effective June 1. (The rate on all previous series remained at 10½ per cent.) Despite this increased interest rate a further $2.8 billion of Canada Savings Bonds was redeemed through August, by which time competitive interest rate pressures began to subside.

On October 11 the terms for the 1984-85 series of Canada Savings Bonds (S39) were announced. The rate for the first year, starting November 1, was set at 11¼ per cent and a minimum rate of 7 per cent was established for the remaining six years to maturity. At the same time, effective November 1 the rate on all outstanding series was increased to 11¼ per cent for the next 12 months. Against a backdrop of declining interest rates there was strong investor interest in the new series. Cash sales, which were terminated November 7 after an 11-day sales period, together with purchases on the Payroll Savings Plan totalled $12.7 billion, just short of the $12.8 billion Canada Savings Bond sales record set in 1981. However, over the year as a whole Canada Savings Bonds outstanding increased by only $3.8 billion.

The Government's borrowing program during 1984 resulted in very modest changes in the composition of its outstanding domestic debt. Marketable bonds remained at 41 per cent of the Government debt outstanding and treasury bills increased slightly to 31 per cent. The proportion in Canada Savings Bonds declined to 27 per cent. The following table shows changes in Government of Canada Canadian dollar securities outstanding during 1984 in total and by major holding categories.

In the area of external financing by the Government, two previously arranged borrowings came due during the year, two new financings were undertaken and portions of both the U.S.$3.5 billion standby credit with the domestic Canadian banks and the U.S.$4.0 billion standby credit with international banks were used for short periods of time. In March a 30 billion Japanese yen (U.S.$132 million) loan matured and in May a 500 million Deutsche mark (U.S.$179 million) bond issue came due. A new borrowing

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1984

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+10.7
Marketable bonds	+11.1
Canada Savings Bonds	+ 3.8
Total	+25.6
Held by:	
Bank of Canada	
Treasury bills	+ 0.7
Marketable bonds	− 0.6
Total	+ 0.1
Chartered Banks	
Treasury bills	− 0.5
Marketable bonds	− 0.8
Total	− 1.4
Government Accounts	
Treasury bills	0.0
Marketable bonds	+ 0.1
Total	+ 0.1
General Public	
Treasury bills	+10.5
Marketable bonds	+12.5
Canada Savings Bonds	+ 3.8
Total	+26.8

was arranged in the Swiss market in April. This was a four part operation totalling 1 billion Swiss francs (U.S.$442 million) consisting of an eight-year 5¼ per cent public bond issue, both a six-year 5⅛ per cent and a three-and-one-half year 4⅞ per cent private placement of notes and a five-year 5⅝ per cent bank loan. Proceeds were delivered and added to official foreign exchange reserves in May. The other foreign financing was a 120 billion Japanese yen (U.S.$486 million) eight-year 7.9 per cent fixed-rate loan from a syndicate of Japanese banks and other Japanese financial institutions. Proceeds of this loan were received at the end of July.

At the beginning of 1984 there were no borrowings outstanding on either of the Government's two revolving standby credit lines. The Government borrowed against the credit line with Canadian banks in March and there were balances outstanding at each month-end until November. The maximum month-end balance was U.S.$400 million. The credit line with U.S. and other foreign banks was used less frequently but the drawings were larger. Drawings of U.S.$500 million were outstanding at the end of May and June and U.S.$1 billion was outstanding at the end of July. By the end of August the outstanding drawings had been repaid and there were no further drawings against the line in 1984.

Late in 1984 the standby credit facility with international banks was renegotiated, and the amended agreement became effective January 10, 1985. The revised agreement continues to be for an amount of U.S.$4 billion but the term has been extended to 1992 and a number of changes have been made to reduce costs and at the same time enhance the flexibility of the facility for Canada. The most significant changes were a 50 per cent reduction in the commitment fee that Canada pays on the unused portion of the credit line and the addition of an option for the Government to call for competitive advances whereby members of the syndicate bid for participation in a planned borrowing. Competitive advances are expected to cost less than conventional advances, on which the interest rate is calculated on the basis of a fixed margin over a base rate. Negotiations to amend the U.S.$3.5 billion standby credit agreement with domestic Canadian banks commenced in early 1985.

Both standby credit facilities were used in the last week of February 1985. Two drawings, totalling $1 billion, were made against the facility with international banks while $400 million was drawn on the facility with Canadian banks. A second $400 million drawing on the credit line with Canadian banks was announced for March 1, 1985.

Foreign Exchange Operations

The Canadian dollar was subject to periods of considerable volatility during 1984, especially during the spring and summer months and came under severe downward pressure in February 1985. Over the period as a whole the dollar declined by about 11 per cent against the

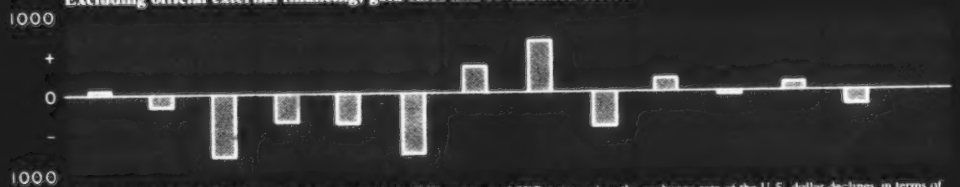
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

Changes in Official Reserves

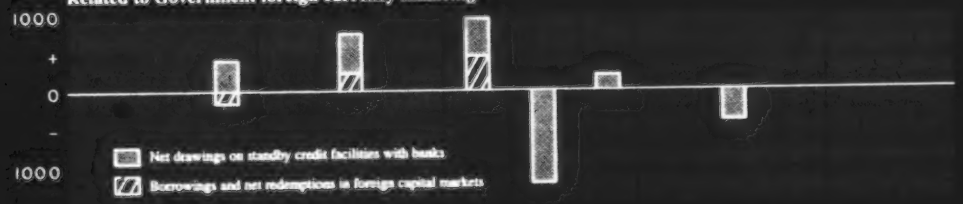
Millions of U.S. dollars, monthly

Excluding official external financing, gold sales and revaluation effects [1]

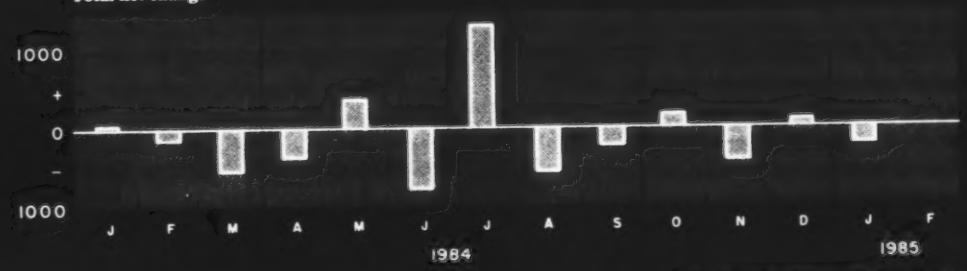


[1] The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.

Related to Government foreign currency financing



Total net change



Last date plotted: exchange rate February 27, 1985
official reserves January 1985

U.S. dollar. Official foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, continued to be directed at promoting orderly conditions in the Canadian exchange market by dampening excessive movements in the exchange rate. In the circumstances, there were both sizeable purchases and sales of foreign exchange for stabilization purposes. However, given the overall decline in the Canadian dollar, there were substantial official net sales in 1984 and early 1985, with consequent effects on Canada's holdings of official foreign exchange reserves.

Foreign exchange holdings in the Account were also importantly influenced by foreign currency borrowings and repayments of the Government of Canada. As noted above substantial use was made of the Government's standby credit facilities with Canadian and foreign banks to bolster foreign exchange reserve holdings. There was a net increase in longer-term borrowings of the equivalent of U.S.$616 million in 1984. Other changes in the composition of reserves reflected transactions in SDRs with the IMF and other IMF members and further modest sales of gold from the Account for U.S. dollars.

Canada's holdings of official international reserves were the equivalent of U.S.$4,204.4 million at the end of 1983, U.S.$3,182.1 million at the end of 1984 and U.S.$2,977.7 million at the end of January 1985.

Debt Service, Banking and Currency Operations

Debt Service and Banking Operations

Among the Bank's responsibilities as fiscal agent are the processing of new issues and redemptions of Government of Canada securities and the administration of the stock of debt. The growth in Government debt in recent years has greatly increased the volume of work associated with carrying out these responsibilities.

During 1984 the Government's issue of treasury bills and marketable bonds involved an increase of close to 30 per cent in the number of securities to be printed and delivered. The dollar sales of Canada Savings Bonds were also higher than in 1983, but since the public increased its demand for higher denomination bonds there was a reduction in the number of new pieces that had to be processed. Consequently, the total volume of all new Government securities issued was actually slightly less than in 1983. There was, however, an increase of some 30 per cent in the number of Government securities redeemed and cancelled during the year. This increase was concentrated in Canada Savings Bonds and treasury bills as the number of marketable bonds maturing during the year fell from the high 1983 level.

The volume of work associated with servicing the holders of outstanding Government securities continued to rise during the past year. The Bank maintains the records of registered owners of Government securities and provides facilities at each of its Agencies for holders to transfer or exchange their securities; the number of such transfer and exchange transactions increased by 13 per cent during the past year. The number of interest payments processed in 1984 rose by 4 per cent from 1983 while the updating of addresses and the assistance to individuals whose securities have been lost also rose with the increase in the amount of outstanding debt.

The Bank acts as banker to the Government of Canada and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and international institutions. The Bank is also the custodian of unclaimed balances, that is, balances originally deposited with chartered banks but which, by law, must be transferred to the Bank of Canada when the accounts have been inactive for a period of ten years. To facilitate the recovery of the unclaimed balances by their owners, copies of the central records have now been placed in all Bank of Canada Agencies to be directly accessible to the public. The increased public access to the records appears to have contributed to a 30 per cent rise in inquiries during 1984.

Note Issue

The Bank is also responsible for the issue of banknotes. New banknotes are purchased from two Canadian security printing companies and held in the Bank's Agencies in order to replace unfit notes deposited with the Bank for destruction and to meet the demand for additional notes in circulation. The Agencies also receive notes in deposit from institutions with surplus holdings and recirculate them to institutions whose stocks of notes are being run down.

In 1984 the volume of notes handled by the Bank rose much more sharply than usual. This rapid increase was mainly attributable to two new factors. Following the creation of the Canadian Payments Association, more financial institutions have been dealing directly with the Bank of Canada to handle their note requirements. The result was a substantial rise in the number of note withdrawals and deposits that had to be processed by the Bank. The other factor affecting these note flows is the increased use of automatic banking machines. The total volume of new and used notes processed in 1984 rose by more than 15 per cent compared to an increase of about 5 per cent in 1983.

In addition to processing notes the Bank has an extensive research program to develop additional anti-counterfeiting features to be integrated into the design of notes, features to help the visually impaired and the blind to differentiate among the various denominations and techniques to increase the durability of notes. New features developed through these programs are typically incorporated into the design at the time a new series of notes is introduced.

Financial Accounts

The impact of the Bank's operations on its financial position is summarized in the financial statements which accompany this Report. Net revenue of almost $1.9 billion was paid to the Government during the year, an increase of 6.2 per cent over 1983. Revenue from investments rose 6.4 per cent reflecting a higher average level of interest rates during the year and to a lesser extent a small increase in total investments. Operating expenditures increased by 6.7 per cent. Details are shown on page 49. Depreciation of buildings and equipment rose very sharply in 1984 but more than half the increase resulted from a change in the rate of depreciation applied to computer equipment. In view of the relatively short life of this equipment, its rate of depreciation has been increased to 35 per cent from the 20 per cent rate applied in the past. Consequently, the depreciation reported for 1984 includes the impact of both the higher rate now applied to computer equipment and a further adjustment of $1.8 million to the net value of this equipment to correct the underestimation of depreciation in previous years.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
					Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1984								
January	− 297	− 287	50	− 1,513	− 255	42	+ 684	18
February	− 336	+ 3	− 119	+ 4	− 357	+ 1	152	+ 52
March	+ 508	+ 7	379	126	+ 113	13	+ 52	+ 110
April	− 128	1	+ 272	+ 484	− 76	15	146	104
May	− 318	+ 3	+ 121	+ 225	− 68	25	324	2
June	+ 858	+ 1	+ 102	+ 517	+ 72	+ 109	+ 258	+ 5
July	− 621	2	+ 310	+ 117	88	+ 14	323	33
August	− 319	+ 191	− 158	− 73	164	28	12	9
September	+ 238	198	+ 64	170	+ 99	16	+ 133	+ 58
October	− 249		− 573	+ 221	844	86	84	29
November	+ 1,028	40	270	+ 1	+ 677	6	1	+ 47
December	− 239	+ 473	+ 738	+ 1,385	− 295	− 5	119	+ 6
	+ 125	+ 150	+ 58	+ 1,072	− 676	− 112	34	+ 83
1985								
January	− 169	− 491	+ 14	− 1,583	+ 268	+ 19	+ 707	− 57

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves and Clearing Balances of Other Directly Clearing Members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1984					
January	1–15	6,091	2,328	3,762	3,796
	16–31				3,795
February	1–15	6,049	2,765	3,284	3,324
	16–29				3,329
March	1–15	5,500	2,292	3,209	3,269
	16–31				3,242
April	1–15	5,512	2,214	3,299	3,323
	16–30				3,376
May	1–15	5,472	2,215	3,257	3,324
	16–31				3,276
June	1–15	5,288	2,345	2,944	2,989
	16–30				3,020
July	1–15	5,280	2,424	2,855	2,932
	16–31				2,940
August	1–15	5,370	2,508	2,862	2,895
	16–31				2,913
September	1–15	5,174	2,522	2,652	2,714
	16–30				2,689
October	1–15	5,097	2,521	2,576	2,679
	16–31				2,633
November	1–15	5,140	2,534	2,607	2,648
	16–30				2,644
December	1–15	5,253	2,566	2,686	2,741
	16–31				2,772
1985					
January	1–15	5,355	2,590	2,766	2,819
	16–31				2,779
February	1–15	5,369	2,936	2,433	2,498

Chartered bank cash reserves			Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Associaton	
Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
14	469	.025		
18	582	.024	79	21
15	600	.029		
14	627	.033	90	21
15	908	.046		
15	496	.025	81	22
14	336	.018		
17	1,319	.059	68	20
15	1,011	.051		
16	307	.015	75	22
15	681	.035		
14	1,073	.059	82	21
14	1,075	.058		
18	1,516	.064	86	21
15	495	.025		
16	812	.038	68	23
14	875	.047		
14	518	.028	72	19
17	1,743	.077		
16	903	.042	74	22
15	619	.031		
15	560	.028	76	21
14	768	.041		
17	1,466	.064	79	19
15	801	.039		
16	212	.010	79	22
15	978	.048		

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Advances to Members of the Canadian Payments Association and PRA Outstanding with Investment Dealers

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Purchase and Resale Agreements		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[2]
1984							
January	1–15	1	7.7	5	48.0	5	2.3
	16–31	1	1.4	8	112.8		
February	1–15	2	2.5	2	9.6	4	2.1
	16–29	1	12.8	4	22.0		
March	1–15	–	–	5	56.8	5	5.8
	16–31	1	0.4	2	1.9		
April	1–15	1	0.9	3	46.0	7	4.4
	16–30	4	10.5	3	24.6		
May	1–15	–	–	2	3.9	6	5.1
	16–31	1	7.0	1	3.5		
June	1–15	3	2.9	5	76.8	7	9.7
	16–30	1	0.8	3	41.9		
July	1–15	3	3.6	1	22.1	8	7.1
	16–31	3	25.8	2	57.8		
August	1–15	2	7.2	8	166.6	9	8.8
	16–31	–	–	7	143.6		
September	1–15	1	0.2	4	37.8	6	4.7
	16–30	3	22.7	9	388.3		
October	1–15	3	27.4	6	139.6	9	4.9
	16–31	2	4.0	12	432.9		
November	1–15	3	26.6	9	319.8	6	6.2
	16–30	4	2.7	11	493.6		
December	1–15	–	–	10	395.0	8	12.7
	16–31	3	7.8	7	115.7		
1985							
January	1–15	2	16.7	10	348.5	8	6.8
	16–31	1	15.3	12	377.6		
February	1–15	2	3.6	5	166.6		

[1] Advances to chartered banks and Purchase and Resale Agreements with investment dealers summed and divided by number of reservable days in the averaging period.

[2] Advances to non-bank members of the Canadian Payments Association summed and divided by number of clearing days in the month.

APPENDIX TABLE IV

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks							
	Treasury bills	Bonds				Bankers' acceptances	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
		3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years			
1984								
January	–	+ 117.0	− 100.0	–	− 17.0	–	+ 0.0	− 227.5
February	–	+ 35.0	–	–	− 35.0	–	+ 0.0	+ 64.0
March	+ 381.4	+ 154.6	− 26.0	− 37.0	− 35.0	–	+ 438.0	− 55.6
April	− 20.0	+ 73.9	–	− 5.5	− 68.4	–	− 20.0	− 8.4
May	− 625.3	–	–	–	–	–	− 625.3	+ 0.0
June	+ 368.9	–	–	–	–	–	+ 368.9	+ 0.0
July	− 1,021.0	+ 254.3	− 18.5	− 119.1	− 116.7	–	− 1,021.0	+ 0.0
August	− 325.3	+ 2.5	–	− 57.5	–	–	− 380.3	+ 0.0
September	− 416.0	− 50.0	− 30.0	29.0	–	–	− 525.0	− 399.5
October	− 400.0	− 1.0	–	− 105.0	− 317.0	–	− 823.0	+ 142.5
November	+ 102.0	+ 50.0	–	− 45.0	− 200.0	–	− 93.0	− 39.7
December	+ 281.6	–	–	–	–	–	+ 281.6	− 459.6
Total	− 1,673.7	+ 636.3	− 174.5	− 398.1	− 789.1	–	− 2,399.1	− 184.8
1985								
January	− 110.0	–	− 100.8	–	− 275.0	–	− 485.8	+ 511.0

APPENDIX TABLE IV (Continued)

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts					
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 292.4	–	− 377.6	− 2.4	− 312.7	− 2.4	–	− 315.1
+ 113.6	+ 6.2	− 532.7	+ 11.5	− 355.1	+ 17.7	–	− 337.4
+ 764.8	+ 85.1	− 696.7	− 10.3	+ 393.9	+ 131.4	–	+ 525.3
+ 504.7	− 78.1	− 536.2	–	− 59.9	− 78.1	–	− 138.0
+ 808.1	+ 85.0	− 590.3	–	− 407.5	+ 85.0	–	− 322.5
+ 1,368.0	− 52.0	− 785.8	− 0.7	+ 951.1	− 52.7	–	+ 898.4
+ 693.1	+ 100.0	− 427.9	− 0.3	− 755.8	+ 99.7	–	− 656.1
+ 561.7	+ 48.4	− 548.0	− 0.5	− 311.6	− 7.1	–	− 318.7
+ 731.7	+ 105.0	− 455.7	− 0.4	+ 259.5	− 4.4	–	+ 255.1
+ 1,081.4	− 149.8	− 497.0	− 0.7	+ 326.9	− 573.5	–	− 246.6
+ 1,421.8	+ 100.0	− 342.1	+ 1.0	+ 1,124.7	− 76.7	–	+ 1,048.0
+ 555.7	− 140.1	− 504.3	+ 0.8	− 115.3	− 150.6	–	− 265.9
+ 8,897.0	+ 109.7	− 6,294.3	− 2.0	+ 738.2	− 611.7	–	+ 126.5
+ 237.8	+ 2.5	− 437.9	–	+ 162.2	− 334.6	–	− 172.4

APPENDIX TABLE V

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1984	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb. 1	9¼% Feb. 1, 1984				1,000[1]
	10% Dec. 15, 1986	2 yrs. 10½ mos.	10.46	100[2]	
	11¼% Dec. 15, 1989	5 yrs. 10½ mos.	11.25	250[3]	
	11¼% Oct. 15, 1993	9 yrs. 8½ mos.	11.79	500[4]	
	12% Mar. 1, 2005	21 yrs. 1 mo.	12.18	350[5]	
				1,200	
Feb. 21	11% Feb. 15, 1989	4 yrs. 11 mos. 23 days	11.07	200	
	11½% Dec. 15, 1993	9 yrs. 9 mos. 23 days	11.71	275[6]	
	12% Mar. 1, 2005	21 yrs. 9 days	12.13	300[7]	
				775	
Mar. 6	10½% Mar. 6, 1986	2 yrs.	10.69	350	
Mar. 13	11¼% Dec. 15, 1989	5 yrs. 9 mos. 2 days	11.54	150[8]	
	12% Mar. 1, 1994	9 yrs. 11 mos. 19 days	12.24	225	
	12½% Mar. 1, 2006	21 yrs. 11 mos. 19 days	12.67	250	
				625	
Apr. 1	7½% Apr. 1, 1984				70[9]
	8% Apr. 1, 1984				[10]
	9¼% Apr. 1, 1984				322[11]
	16¼% Apr. 1, 1984				575[12]
	12% Nov. 15, 1987	3 yrs. 7½ mos.	12.43	150[13]	
	12½% Mar. 15, 1989	4 yrs. 11½ mos.	12.67	200	
	13% Apr. 1, 1994	10 yrs.	13.28	250	
	13½% June 1, 2004	20 yrs. 2 mos.	13.60	250	
				850	
May 1	12½% Mar. 15, 1989	4 yrs. 10½ mos.	12.50	175[14]	
	13% Apr. 1, 1994	9 yrs. 11 mos.	13.27	300[15]	
	13½% June 1, 2004	20 yrs. 1 mo.	13.61	300[16]	
				775	
May 8	12¼% May 1, 1987	2 yrs. 11 mos. 24 days	12.35	300	
June 1	10% June 1, 1984				1,075[17]
	13% June 1, 1987	3 yrs.	13.17	150	
	13¼% June 1, 1989	5 yrs.	13.39	225	
	13¼% May 15, 1994	9 yrs. 11½ mos.	13.84	450	
	14% Oct. 1, 2006	22 yrs. 4 mos.	14.10	375	
				1,200	
June 6	13% June 6, 1986	2 yrs.	13.16	375	
June 19	13% June 1, 1987	2 yrs. 11 mos. 12 days	12.89	100[18]	
	13¼% June 1, 1989	4 yrs. 11 mos. 12 days	13.14	175[19]	
	13½% July 15, 1994	10 yrs. 26 days	13.59	250	
	13¼% Mar. 1, 2007	22 yrs. 8 mos. 12 days	13.80	325	
				850	

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1984	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
July 11	13% June 1, 1987	2 yrs. 10 mos. 21 days	13.07	125[20]	
	13¼% June 1, 1989	4 yrs. 10 mos. 21 days	13.35	125[21]	
	13¼% May 15, 1994	9 yrs. 10 mos. 4 days	13.86	325[22]	
	14% Oct. 1, 2006	22 yrs. 2 mos. 21 days	14.03	275[23]	
				850	
Aug. 1	13¼% Aug. 1, 1984				8[24]
	16% Aug. 1, 1984				300[25]
	15% Aug. 1, 1984				325[26]
	13½% Sept. 1, 1987	3 yrs. 1 mo.	13.59	150	
	13½% July 1, 1989	4 yrs. 11 mos.	13.63	150	
	13¼% May 15, 1994	9 yrs. 9½ mos.	13.83	425[27]	
	14% Oct. 1, 2006	22 yrs. 2 mos.	13.97	375[28]	
				1,100	
Aug. 22	12¼% May 1, 1987	2 yrs. 8 mos. 10 days	12.19	100[29]	
	12½% Mar. 15, 1989	4 yrs. 6 mos. 24 days	12.35	100[30]	
	13% Apr. 1, 1994	9 yrs. 7 mos. 10 days	12.92	475[31]	
	13% Oct. 1, 2007	23 yrs. 1 mo. 10 days	13.19	375	
				1,050	
Sept. 5	12¼% Sept. 5, 1986	2 yrs.	12.44	400	
Sept. 12	12¼% May 1, 1987	2 yrs. 7 mos. 19 days	12.58	100[32]	
	12½% Mar. 15, 1989	4 yrs. 6 mos. 3 days	12.65	100[33]	
	12½% Oct. 1, 1994	10 yrs. 19 days	13.00	475	
	13% Oct. 1, 2007	23 yrs. 19 days	13.10	325[34]	
				1,000	
Oct. 1	8¼% Oct. 1, 1984				1[35]
	10½% Oct. 1, 1984				300[36]
	12½% Oct. 1, 1984				752[37]
	12¼% May 1, 1987	2 yrs. 7 mos.	12.19	150[38]	
	12¼% Nov. 1, 1989	5 yrs. 1 mo.	12.31	175	
	12½% Dec. 15, 1994	10 yrs. 2½ mos.	12.62	550	
	12¼% Mar. 1, 2008	23 yrs. 5 mos.	12.78	425	
				1,300	
Oct. 24	12% Nov. 15, 1987	3 yrs. 22 days	12.24	125[39]	
	12¼% Nov. 1, 1989	5 yrs. 8 days	12.45	150[40]	
	12½% Dec. 15, 1994	10 yrs. 1 mo. 22 days	12.76	350[41]	
	12¼% Mar. 1, 2008	23 yrs. 4 mos. 8 days	12.92	325[42]	
				950	
Nov. 14	11¼% Feb. 1, 1988	3 yrs. 2 mos. 17 days	11.83	125	
	12% Feb. 1, 1990	5 yrs. 2 mos. 17 days	12.00	150	
	12¼% Feb. 1, 1995	10 yrs. 2 mos. 17 days	12.37	425	
	12½% Mar. 1, 2006	21 yrs. 3 mos. 17 days	12.50	350[43]	
				1,050	
Dec. 5	10¼% Dec. 5, 1986	2 yrs.	10.75	450	

Date in 1984	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Dec. 15	11½% Dec. 15, 1984				700[1]
	14¼% Dec. 15, 1984				100[2]
	11% Dec. 15, 1987	3 yrs.	11.04	125[3]	
	11½% Dec. 15, 1991	7 yrs.	11.61	225	
	11¼% Mar. 1, 1995	10 yrs. 2½ mos.	11.79	475	
	12% Mar. 1, 2005	20 yrs. 2½ mos.	12.09	375[4]	
				1,200	
	Total bonds payable in Canadian dollars			16,650	5,528
	Total treasury bills*			128,525	117,875
Issues payable in foreign currencies – direct					
Mar. 20					7[5]
Mar. 27					161[6]
Apr. 15					1[7]
May 10					247[8]
	SFr. 200 million 5¼% bonds due May 10, 1992	8 yrs.		113	
May 15	SFr. 300 million 4⅞% notes due Nov. 15, 1987	3 yrs. 6 mos.		171	
	SFr. 200 million 5⅛% notes due May 15, 1990	6 yrs.		114	
Oct. 15					1[9]
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			398[10]	417

* Includes 21-day, 28-day, three-month, six-month and one-year treasury bills.

(1) Maturity of 9¼% bonds issued December 15, 1978, June 1, 1979 and July 15, 1979.

(2) In addition to $100 million 10% bonds due December 15, 1986 already outstanding.

(3) In addition to $675 million 11¼% bonds due December 15, 1989 already outstanding.

(4) In addition to $525 million 11¼% bonds due October 15, 1993 already outstanding.

(5) In addition to $750 million 12% bonds due March 1, 2005 already outstanding.

(6) In addition to $575 million 11½% bonds due December 15, 1993 already outstanding.

(7) In addition to $1,100 million 12% bonds due March 1, 2005 already outstanding.

(8) In addition to $925 million 11¼% bonds due December 15, 1989 already outstanding.

(9) Maturity of 7½% bonds issued April 1, 1974.

(10) Maturity of $77 thousand 8% bonds issued April 1, 1979.

(11) Maturity of 9¼% bonds issued October 1, 1974.

(12) Maturity of 16¼% bonds issued June 1, 1981 and July 31, 1981.

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

(113) In addition to $200 million 12% bonds due November 15, 1987 already outstanding.
(114) In addition to $200 million 12½% bonds due March 15, 1989 already outstanding.
(115) In addition to $250 million 13% bonds due April 1, 1994 already outstanding.
(116) In addition to $250 million 13½% bonds due June 1, 2004 already outstanding.
(117) Maturity of 10% bonds issued February 1, 1979, March 15, 1979, August 15, 1979 and July 1, 1980.
(118) In addition to $150 million 13% bonds due June 1, 1987 already outstanding.
(119) In addition to $225 million 13¼% bonds due June 1, 1989 already outstanding.
(120) In addition to $250 million 13% bonds due June 1, 1987 already outstanding.
(121) In addition to $400 million 13¼% bonds due June 1, 1989 already outstanding.
(122) In addition to $450 million 13¼% bonds due May 15, 1994 already outstanding.
(123) In addition to $375 million 14% bonds due October 1, 2006 already outstanding.
(124) Maturity of 13¼% bonds issued March 1, 1981.
(125) Maturity of 16% bonds issued February 1, 1982 and August 1, 1982.
(126) Maturity of 15% bonds issued March 31, 1982 and May 1, 1982.
(127) In addition to $775 million 13¼% bonds due May 15, 1994 already outstanding.
(128) In addition to $650 million 14% bonds due October 1, 2006 already outstanding.
(129) In addition to $300 million 12¼% bonds due May 1, 1987 already outstanding.
(130) In addition to $375 million 12½% bonds due March 15, 1989 already outstanding.
(131) In addition to $550 million 13% bonds due April 1, 1994 already outstanding.
(132) In addition to $400 million 12¼% bonds due May 1, 1987 already outstanding.
(133) In addition to $475 million 12½% bonds due March 15, 1989 already outstanding.
(134) In addition to $375 million 13% bonds due October 1, 2007 already outstanding.
(135) Maturity of 8¼% bonds issued October 1, 1979.
(136) Maturity of 10½% bonds issued October 1, 1979.
(137) Maturity of 12½% bonds issued October 1, 1980.
(138) In addition to $500 million 12¼% bonds due May 1, 1987 already outstanding.
(139) In addition to $350 million 12% bonds due November 15, 1987 already outstanding.
(140) In addition to $175 million 12¼% bonds due November 1, 1989 already outstanding.
(141) In addition to $550 million 12½% bonds due December 15, 1994 already outstanding.
(142) In addition to $425 million 12¼% bonds due March 1, 2008 already outstanding.
(143) In addition to $250 million 12½% bonds due March 1, 2006 already outstanding.
(144) Maturity of 11½% bonds issued December 15, 1979 and February 1, 1980.
(145) Maturity of 14¼% bonds issued June 1, 1982.
(146) In addition to $775 million 11% bonds due December 15, 1987 already outstanding.
(147) In addition to $1,400 million 12% bonds due March 1, 2005 already outstanding.
(148) Cancellation of SFr. 12 million 3¼% bonds due March 20, 1989 by Purchase Fund.
(149) Maturity of Yen 30 billion 6.4% bonds issued March 27, 1979.
(150) Partial redemption at par of U.S. pay 5% bonds due October 15, 1987 for Sinking Fund.
(151) Maturity of DM 500 million 5% notes issued May 10, 1978.
(152) Does not include the SFr. 300 million 5-year 5⅛% loan delivered May 3, 1984 that raised $173 million, nor the Yen 120 billion 8-year 7.9% fixed rate syndicated loan arranged on July 31, 1984 that raised $641 million.

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1984
(with comparative figures for 1983)

	1984	1983
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources net of interest paid on deposits of $6,724 ($2,493 in 1983)	$1,981,564	$1,861,559
EXPENSE		
Salaries[1]	$ 51,762	$ 47,588
Contributions to pension and insurance funds[2]	6,516	6,033
Other staff expenses[3]	1,871	1,529
Directors' fees	98	87
Auditors' fees and expenses	338	319
Taxes – municipal and business	7,146	6,535
Banknote costs	26,408	27,086
Data processing and computer costs	3,845	4,687
Premises maintenance – net of rental income[4]	10,827	8,790
Printing of publications	568	563
Other printing and stationery	1,927	1,532
Postage and express	1,785	1,607
Telecommunications	1,668	1,574
Travel and staff transfers	1,871	1,524
Other expenses	1,223	1,005
	117,853	110,459
Depreciation on buildings and equipment	11,526	6,899
	129,379	117,358
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA (note 5)	$1,852,185	$1,744,201

(1) Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,129 in 1984 compared with 2,078 in 1983.
(2) Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
(3) Other staff expenses include cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.
(4) Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1984
(with comparative figures for 1983)

ASSETS	1984	1983
	(thousands of dollars)	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	$ 183,699	$ 305,045
Other currencies	3,320	4,068
	187,019	309,113
Advances to members of the Canadian Payments Association	50,000	25,000
Investments — at amortized values (note 2):		
Treasury bills of Canada	3,483,072	2,762,816
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	4,654,031	4,575,975
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	9,015,242	9,687,675
Other investments	476,448	274,070
	17,628,793	17,300,536
Bank premises (note 3)	93,324	85,420
Cheques drawn on members of the Canadian Payments Association	531,524	2,210,625
Accrued interest on investments	401,189	431,505
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	36,318	312,571
Other assets	5,470	5,742
	$18,933,637	$20,680,512

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1984	1983
	(thousands of dollars)	
Capital paid up (note 4)	$ 5,000	$ 5,000
Rest fund (note 5)	25,000	25,000
Notes in circulation	15,236,012	14,163,088
Deposits:		
Government of Canada	54,950	90,407
Chartered banks	2,772,117	3,446,392
Other members of the Canadian Payments Association	36,585	146,805
Other deposits	230,291	149,459
	3,093,943	3,833,063
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	12,642	82,925
Other	25	24
	12,667	82,949
Bank of Canada cheques outstanding	552,701	2,566,286
Other liabilities	8,314	5,126
	$18,933,637	$20,680,512

Governor, **G. K. BOUEY** Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1984 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1984 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS **THORNE RIDDELL**

Ottawa, Canada, January 14, 1985

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements
December 31, 1984

1. Significant Accounting Policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

b. Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d. Bank Premises

Bank premises, consisting of land, building and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is charged on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

2. Investments

Included in investments are securities of the Government of Canada totalling $40,102,870 ($220,587,546 in 1983) held under Purchase and Resale Agreements.

3. Bank Premises

(in thousands of dollars)

	1984			1983
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	$112,876	$46,481	$66,395	$66,449
Computer equipment	16,764	8,771	7,993	8,274
Other equipment	22,095	13,760	8,335	6,051
	151,735	69,012	82,723	80,774
Projects in progress	10,601		10,601	4,646
	$162,336	$69,012	$93,324	$85,420

4. Capital

The authorized capital of the Bank is $5,000,000 divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

5. Rest Fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25,000,000 in 1955. Subsequently all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

6. Contingent Liability

The Bank has agreed with the Bank for International Settlements to participate in an international initiative to provide credit facilities to the International Monetary Fund. The Bank's potential liability under this agreement, which expires in September 1987, is limited to the placing of deposits with the Bank for International Settlements, if required, to finance loans made under the facility. As at December 31, 1984, pursuant to the agreement, the Bank is contingently liable in the amount of $81,216,065; the maximum liability which could be incurred by the Bank under the agreement is SDR 180,000,000 ($233,197,738 at the December 31, 1984 exchange rate).

Board of Directors

G. K. Bouey	OTTAWA Governor *Member of the Executive Committee*
J. W. Crow	OTTAWA Senior Deputy Governor *Member of the Executive Committee*
L. Cholakis	WINNIPEG, MAN.
J. Clarry	TORONTO, ONT. *Member of the Executive Committee*
J. H. Dickey	HALIFAX, N.S. *Member of the Executive Committee*
J. H. Fraser	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
C. LeBon	QUEBEC, QUE.
A. A. LeBouthillier	CARAQUET, N.B.
J. R. Longstaffe	VANCOUVER, B.C.
I. Morris	VICTORIA, B.C.
J. S. Palmer	CALGARY, ALTA.
Mme Y. Lefebvre-Richard	MONTREAL, QUE. *Member of the Executive Committee*
J. A. Stack	SASKATOON, SASK. *Member of the Executive Committee*
M. Woodward	GOOSE BAY, NFLD.

Ex-officio

M. A. Cohen	OTTAWA Deputy Minister of Finance *Member of the Executive Committee*

Principal Officers

G. K. Bouey, *Governor*
J. W. Crow, *Senior Deputy Governor*

A. Jubinville, *Deputy Governor*
J. N. R. Wilson, *Deputy Governor*
J. Bussières, *Adviser*
F. Faurel, *Adviser*
W. R. White, *Adviser*
J. S. Roberts, *Associate Adviser*[2]

G. G. Thiessen, *Deputy Governor*
W. A. McKay, *Director of Administration*
S. Vachon, *Adviser*[1]
C. Freedman, *Adviser*
T. E. Noel, *Adviser and Secretary*
J. Clement, *Associate Adviser*

Securities Department

V. O'Regan, *Chief*
N. Close, *Deputy Chief*

I. D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
J. F. Dingle, *Securities Adviser*[3]
S. L. Harris, *Securities Adviser*
L. T. Requard, *Securities Adviser*

Research Department

W. P. Jenkins, *Chief*
P. Duguay, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

D. R. Stephenson, *Chief*

J.-P. Aubry, *Deputy Chief*
J. D. Murray, *Research Adviser*

International Department

W. E. Alexander, *Chief*
R. F. S. Jarrett, *Chief, Foreign Exchange Operations*

K. J. Clinton, *Research Adviser*
D. J. Powell, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

D. G. M. Bennett, *Chief*

C. A. St. Louis, *Deputy Chief*
G. B. May, *Banking Operations Adviser*
W. R. Melbourn, *Deputy Chief*
E. W. Chinn, *Banking Operations Adviser*

Public Debt Department

G. M. Pike, *Chief*

Secretary's Department

T. E. Noel, *Secretary*

R. L. Fleet, *Associate Secretary*
H. A. D. Scott, *Special Adviser*

Computer Services Department

J. M. McCormack, *Chief*
D. W. MacDonald, *Associate Chief*

Personnel Department

J. E. H. Conder, *Chief*

Department of Premises Management

R. H. Osborne, *Chief*
K. W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. Lamb, *Comptroller and Chief Accountant*
C. J. Stephenson, *Deputy Comptroller*

Audit Department

J. M. E. Morin, *Auditor*
M. Muzyka, *Deputy Auditor*

[1] Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
[2] On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
[3] Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL	J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER	R. C. WHITE, *Representative*

International Department

TORONTO	T. H. WILLIAMS, *Foreign Exchange Representative*
MONTREAL	G. HOOJA, *Foreign Exchange Representative*

Department of Banking Operations

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B.	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTREAL	R. MARCOTTE, *Agent*
	J. G. M. SABOURIN, *Assistant Agent*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent and Banking Operations Adviser*
	P. W. CLIFFEN, *Deputy Agent*
	W. H. WATSON, *Assistant Agent*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent and Regional Financial Representative*
	C. P. DESAUTELS, *Deputy Agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1984

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1985

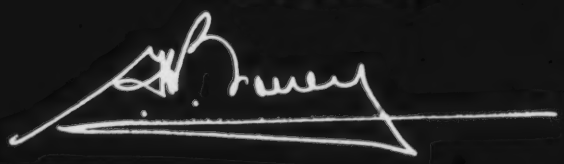
L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre ci-joint mon rapport pour l'année 1984 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1984

Observations d'ordre général 5

L'évolution économique et financière
- L'activité économique et l'inflation 13
- L'évolution financière 19
- L'évolution de la situation financière internationale 27

Les opérations de la Banque du Canada
- La gestion de la dette publique et les opérations de change 31
- Le service de la dette publique, les opérations bancaires et l'émission des billets de banque 37

Tableaux en annexe 39

États financiers 51

Conseil d'administration 55

Principaux cadres 56

Représentants régionaux et Agences 57

Observations d'ordre général

Pour bien comprendre la conjoncture d'une année donnée, il est indispensable de la placer dans un contexte assez large, et la conjoncture économique de 1984 n'échappe pas à cette règle. Essentiellement, l'économie du Canada, comme celle d'un grand nombre d'autres pays, a continué en 1984 de se remettre des bouleversements nés de l'inflation des années soixante-dix et de la forte récession de 1981-1982.

Après avoir réussi en 1984 à abaisser le taux d'inflation et à accroître la production et l'emploi, les Canadiens sont en droit d'éprouver un sentiment de satisfaction, qui doit toutefois être tempéré, compte tenu du fait que, de toute évidence, le chemin de la reprise sera long. Grâce à la progression de l'activité économique, la production a atteint de nouveaux sommets à l'échelle nationale, mais la reprise a été très inégale d'un secteur à l'autre et d'une région à l'autre. Dans beaucoup de régions du pays, le taux de chômage se situe à des niveaux alarmants, en particulier chez les jeunes. Toutefois, le fait de reconnaître que nous sommes bien loin de la prospérité économique générale ne devrait pas nous empêcher de voir les progrès réels que nous avons commencé à accomplir. Nous ne sommes pas encore parvenus à la stabilité des prix, quoique le rythme actuel d'augmentation des coûts et des prix constitue une amélioration extraordinaire par rapport aux taux d'inflation à deux chiffres que nous avons connus il y a trois ans. De plus en plus de gens admettent que le Canada a su renverser la tendance inflationniste et jeter ainsi les bases d'une saine tenue de l'économie, condition essentielle d'un progrès soutenu.

Ce renversement de la tendance inflationniste se faisait attendre depuis trop longtemps déjà; il était essentiel. Notre problème d'inflation ne se limitait pas à une escalade des coûts et des prix; le pessimisme croissant des gens sur nos chances de jamais ralentir cette escalade était lui aussi préoccupant. L'opinion selon laquelle le Canada était en quelque sorte voué à une forte inflation chronique engendrait des attentes et des attitudes défensives, qui à leur tour aggravaient davantage l'inflation. Nous n'avions pas le choix : il fallait réduire l'inflation. Sinon, elle se serait inévitablement aggravée, et les dommages causés à l'économie auraient été encore plus grands. Mais puisque les gens s'attendaient à voir l'inflation continuer et que les comportements inflationnistes étaient fortement enracinés, l'inflation n'a pu être réduite qu'au prix de lourds sacrifices. Nombre de projets de particuliers et d'entreprises élaborés sur la base de taux élevés d'inflation et comportant presque toujours un endettement de plus en plus lourd et de plus en plus risqué ont été contrariés.

Le retour à un faible taux d'inflation met inévitablement en lumière des problèmes que la conjoncture inflationniste avait masqués. La dernière décennie d'inflation aiguë que le Canada et le monde entier ont connue et la nature du combat qu'il a fallu livrer à l'inflation ont laissé un lourd héritage de distorsions économiques et financières. Beaucoup de particuliers, d'entreprises, de gouvernements, voire de pays, portent encore le poids des dettes considérables contractées durant cette période. Parallèlement, le déséquilibre persistant des situations budgétaires des pouvoirs publics a nourri les inquiétudes qui subsistent au sujet de l'inflation et explique en

partie le niveau élevé des taux d'intérêt pratiqués dans le monde. Dans ce contexte, les institutions financières continuent de faire face à un volume considérable de crédits-problèmes; les entreprises ne veulent pas s'engager dans de nouveaux projets d'investissement avant d'avoir redressé leurs situations financières; enfin, les particuliers font eux aussi preuve de prudence, limitant autant que possible leurs dépenses pour réduire leur endettement. Il ne fait aucun doute que ces contraintes financières sont en train d'être surmontées, mais celles qui persistent au Canada sont surtout concentrées dans les régions du pays où prédominent les industries d'exploitation des ressources naturelles. Les graves difficultés économiques de ces régions restreignent l'amélioration de la situation à l'échelle nationale; il n'en reste pas moins que la situation fondamentale de l'économie canadienne va s'améliorant.

Le fait que tant de pays font face à des problèmes analogues en s'acheminant vers la stabilité économique a marqué profondément la conjoncture économique mondiale. Certains des déséquilibres observés dans le monde se sont traduits par des fluctuations extrêmes des taux de change et des taux d'intérêt et ont de ce fait pesé assez lourdement sur l'économie canadienne; cela a relancé le débat sur la vulnérabilité de l'économie canadienne face aux évolutions moins favorables de l'économie mondiale. Je reviendrai sur cette question lorsque je traiterai de la politique monétaire appliquée par la Banque. Mais je vais d'abord commenter les aspects de la situation économique et financière internationale qui présentent une importance particulière pour nous.

De toute évidence, ce qu'il faut retenir de la conjoncture mondiale, c'est que l'expansion économique amorcée en 1983 se poursuit et qu'elle s'étend à un plus grand nombre de pays. De plus, la reprise s'est produite dans le cadre des progrès que les pays industriels continuent de réaliser dans la lutte contre l'inflation, ce qui confirme l'impression que l'expansion peut se poursuivre longtemps.

Des inquiétudes persistent néanmoins en raison des déséquilibres qui compliquent la gestion économique et font planer sur les perspectives de l'économie mondiale des incertitudes particulières.

Le haut niveau d'endettement d'un bon nombre de pays en développement ne cesse de constituer un fardeau particulièrement lourd. La partie du Rapport qui est consacrée à l'évolution récente de l'endettement international montre que le raffermissement de la situation économique mondiale ainsi que la souplesse et l'esprit de coopération dont les emprunteurs et les prêteurs ont fait preuve ont de nouveau permis de réaliser en 1984 des progrès importants à ce chapitre. En même temps, il est manifeste que, pour continuer d'avancer, on doit pouvoir compter sur un certain nombre d'éléments favorables tels que l'expansion du commerce international, la tendance à la baisse des taux d'intérêt, les efforts d'ajustement des emprunteurs et le soutien concerté des prêteurs.

Les situations économiques des grands pays industriels présentent aussi des déséquilibres importants. L'expansion économique est venue essentiellement de la forte progression des dépenses aux États-Unis, laquelle a été engendrée en partie par un déficit budgétaire sans précédent. Ainsi, les besoins de financement liés à l'expansion économique américaine ont largement dépassé le volume des fonds d'origine intérieure, ce qui a fait monter le loyer de l'argent. Les taux d'intérêt élevés pratiqués aux États-Unis et les possibilités d'investissement créées par l'expansion rapide de l'économie américaine ont attiré un volume énorme de capitaux dans ce pays et fait grimper le taux de change du dollar américain. L'amélioration de la position concurrentielle des exportateurs des autres pays qui en a résulté a permis à ces derniers d'accroître de façon spectaculaire leurs ventes aux États-Unis. C'est par le biais de ces exportations que l'évolution des taux de change a permis à la vigoureuse expansion de l'économie américaine de donner une vive impulsion à la reprise dans d'autres pays. Mais cette impulsion a comporté un coût. À cause des pressions exercées sur les marchés mondiaux du crédit par l'évolution particulière de la situation aux États-Unis, les autres pays ont eu à faire face à des taux d'intérêt

élevés et à des taux de change de leurs monnaies respectives très faibles par rapport au dollar É.-U.

La signification de la relation qui existe entre une devise donnée et le dollar É.-U. varie considérablement d'un pays à l'autre; elle dépend de l'importance des liens économiques et financiers que le pays entretient avec les États-Unis. L'évolution du cours du dollar É.-U. revêt beaucoup plus d'importance pour notre pays que pour tout autre pays industriel parce que les liens que les échanges commerciaux et les mouvements de capitaux ont créés entre le Canada et les États-Unis sont bien plus forts que ceux qui existent entre ce dernier pays et les autres. Par conséquent, bien que la vigueur du dollar É.-U. suscite de graves inquiétudes dans le monde, d'autres pays peuvent supporter plus facilement que le Canada un affaiblissement marqué de leur monnaie par rapport au dollar É.-U. En effet, la baisse des cours des monnaies des grands pays industriels d'outre-mer vis-à-vis du dollar É.-U. s'est située entre 25 et 35 % sur les deux dernières années, mais comme une bonne partie du commerce de ces pays se fait avec des partenaires autres que les États-Unis, leur situation globale au chapitre des taux de change a changé beaucoup moins.

L'appréciation considérable du dollar canadien par rapport aux monnaies des grands pays industriels d'outre-mer est l'une des conséquences gênantes des variations extrêmes des taux de change; elle a nui à la position concurrentielle des industries et des entreprises canadiennes vis-à-vis de ces pays. Toutefois, vu l'évolution divergente des taux de change dans le monde à l'heure actuelle et compte tenu de l'importance prédominante de la relation de notre devise avec le dollar américain, le Canada ne peut avoir un taux de change qui reflète raisonnablement bien sa position concurrentielle sur l'ensemble des marchés et qui soit en même temps compatible avec une bonne position concurrentielle vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux d'outre-mer.

L'aptitude de la plupart des pays industriels à atténuer l'impact sur leurs économies respectives des taux d'intérêt élevés pratiqués à travers le monde a été limitée par les déficits budgétaires qu'ils ont eux-mêmes accumulés. L'ampleur de ces déficits a été et continue d'être au premier rang des préoccupations à peu près partout. À cause de la nécessité de maintenir l'accroissement de leur dette dans des limites raisonnables, la majorité des pays industriels ont été peu enclins à mettre en œuvre des politiques budgétaires plus expansionnistes en vue de compenser en partie les effets qu'a sur leur situation économique interne le niveau élevé des taux d'intérêt américains. Au contraire, ils se sont montrés anxieux de réduire quelque peu leur propre déficit.

En raison de la place prépondérante que les États-Unis occupent dans l'économie mondiale, ce pays constitue une catégorie distincte parmi les pays qui accusent des déficits budgétaires importants. Il peut s'attendre à ce qu'une réduction de son déficit budgétaire entraîne une baisse de ses taux d'intérêt quelle que soit l'évolution du loyer de l'argent à l'étranger. Ce raisonnement s'applique beaucoup moins dans d'autres pays car, même s'ils réussissent à réduire leurs déficits, ils resteront exposés à l'influence omniprésente des taux d'intérêt américains. Il ne fait aucun doute que les taux d'intérêt pratiqués à l'échelle internationale ne peuvent diminuer de façon sensible à moins que les États-Unis n'adoptent des mesures qui permettent d'entrevoir une réduction de leur déficit.

Cela ne veut évidemment pas dire que l'évolution des déficits budgétaires au Canada et dans les autres pays n'a pas d'importance. Ces déficits n'ont pas bien sûr d'impact considérable sur les marchés mondiaux de capitaux ni sur les taux d'intérêt pratiqués à l'échelle mondiale, mais ils influent sensiblement sur la situation intérieure de chaque pays. Le fait que les gens se rendent de plus en plus compte, tant au Canada qu'à l'étranger, que les déficits peuvent représenter à la longue un obstacle majeur à la stabilité économique et financière aide à mieux comprendre les problèmes en cause; en effet, les déficits entraînent une accumulation de dettes qu'il faudra supporter et dont il faudra assurer le service dans les années à venir. Ce caractère cumulatif des déficits fait que l'adoption en temps

opportun de mesures visant à les restreindre devient prioritaire, car plus on tarde à adopter de telles mesures, plus la tâche sera difficile.

Cela dit, j'aimerais maintenant aborder le plus important problème auquel la politique monétaire canadienne a eu à faire face en 1984, à savoir les pressions à la hausse qui se sont exercées sur les taux d'intérêt pendant une bonne partie de l'année. L'évolution de ces taux d'intérêt au cours de l'année et les facteurs qui l'ont influencée sont étudiés dans une autre section de ce Rapport. Je voudrais expliquer ici l'approche que la Banque du Canada a adoptée pour réagir à ces pressions.

Je commencerai par reprendre une idée que j'ai développée à maintes reprises dans le passé : nous ne pourrons pas réaliser de façon durable la prospérité économique, objectif sur lequel nous nous entendons certainement tous, si les prix ne sont pas relativement stables et si nous n'avons pas la conviction que cette stabilité va se maintenir. Les difficultés que nous avons rencontrées au moment où s'opérait le retour à la stabilité des prix dans notre économie témoignent de l'empire que l'inflation avait sur notre système. Quels que soient les avantages à court terme que l'on ait pu obtenir dans un premier temps en composant avec l'inflation, les effets cumulatifs de cette approche ont été extrêmement négatifs. Et une fois que l'on a réussi à rabaisser les taux d'inflation, la seule façon crédible d'étayer la confiance dans un avenir meilleur consiste à avoir des comportements qui témoignent d'une orientation anti-inflationniste systématique.

Cela signifie que la politique monétaire doit être orientée de façon à prévenir l'inflation. En reconnaissant cette réalité, on ne nie pas que la politique monétaire doive avoir une marge de manœuvre pour pouvoir s'ajuster et réagir aux variations de la conjoncture économique. Plus les autres politiques et les modes de détermination des prix et des salaires favoriseront la stabilité des prix au Canada, plus le fardeau de la politique monétaire s'en trouvera allégé. Toutefois, étant donné que l'inflation concerne la confiance en la valeur de la monnaie, l'objectif ultime de la politique monétaire doit être la stabilité des prix à long terme.

C'est en jouant son rôle de fournisseur auprès du système financier que la Banque du Canada applique sa politique monétaire. En faisant varier le montant des réserves liquides qu'elle met à la disposition du système financier, la Banque peut dans un certain laps de temps régler la croissance de la masse monétaire dans l'économie canadienne. S'il est vrai que l'objectif de stabilité des prix sur longue période implique que la tendance de l'expansion monétaire ne doit exercer aucune pression soutenue à la hausse ou à la baisse sur le niveau général des prix, il reste que la tendance qu'il convient d'imprimer à l'expansion monétaire, tant que l'inflation persiste, doit être compatible avec un ralentissement de la croissance des prix.

Comme je l'ai expliqué dans des Rapports précédents, l'une des difficultés techniques que pose la mise en œuvre de la politique monétaire tient au fait qu'il n'y a pas au Canada, à l'heure actuelle, d'agrégats ou d'indicateurs de l'expansion monétaire qui soient suffisamment fiables pour servir de cibles à la politique monétaire ou qui puissent servir à expliquer les effets d'une politique monétaire donnée. Toutefois, en élaborant sa politique, la Banque du Canada a toujours accordé une grande importance à des éléments de la conjoncture économique et financière qui débordent le champ couvert par certains agrégats. Pour s'orienter en matière de politique monétaire, la Banque du Canada se fonde maintenant sur l'analyse d'un large éventail de variables économiques et financières, notamment la tendance de la dépense globale, l'évolution des taux de change et les divers agrégats de la monnaie et du crédit.

Au cours de la dernière année, la dépense globale s'est accrue à un rythme modéré, qui était compatible avec l'amélioration graduelle de l'activité économique et la réalisation de nouveaux progrès dans la réduction du taux d'inflation. Dans ce contexte, une certaine baisse du niveau des taux d'intérêt semblait s'accorder avec le maintien d'une croissance modérée de la masse monétaire. C'est pourquoi la Banque du Canada a mené ses opérations en 1984 de façon à faire reculer les taux d'intérêt dans la mesure où cela ne compromettait pas les succès que nous remportions dans la lutte contre l'inflation.

À ce chapitre, il s'est avéré beaucoup plus difficile de favoriser un fléchissement des taux d'intérêt qu'on ne l'avait d'abord pensé, car les très fortes pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le cours du dollar canadien ont donné lieu à une remise en question des objectifs de la politique canadienne en matière de change et d'inflation. Ces pressions sont imputables aux hausses enregistrées par les taux américains au printemps et au début de l'été et à la façon dont les marchés financiers canadiens ont réagi à ces hausses. Par conséquent, sur la période assez longue comprise entre mars et juillet, l'orientation des taux d'intérêt a été à la hausse plutôt qu'à la baisse. Étant donné le caractère très ouvert de l'économie canadienne, il était évidemment impossible de se mettre complètement à l'abri des pressions engendrées par les taux américains. Il fallait donc trouver le moyen de s'ajuster le mieux possible à l'incidence de ces pressions financières d'origine étrangère.

En règle générale, la Banque réagit aux mouvements à la hausse des taux d'intérêt américains en laissant les taux canadiens absorber une partie des effets de la hausse et le taux de change en absorber une autre. Cependant, il est impossible de déterminer avec certitude jusqu'à quel point on peut véritablement modérer l'accroissement des taux. Il y a à cela deux raisons fondamentales. D'abord, il se peut qu'on en vienne à penser que les pressions d'origine étrangère qui s'exercent sur les taux d'intérêt dureront encore longtemps. Et à mesure que cette opinion se répand parmi les investisseurs, les pressions à la hausse que les marchés exercent sur les taux d'intérêt canadiens et les pressions à la baisse qui s'exercent sur le cours du dollar canadien s'intensifient. En outre, la confiance dans la stabilité fondamentale du taux de change risque de s'affaiblir si les gens en viennent à croire que les autorités favorisent, par leurs politiques et leurs comportements, une baisse continuelle du taux de change. Cet état de choses peut enlever tout attrait aux placements en dollars canadiens, sauf si nos taux d'intérêt sont suffisamment élevés pour protéger les investisseurs contre une éventuelle baisse du dollar canadien. Dans un cas comme dans l'autre, il devient de moins en moins possible «d'acheter» une baisse des taux d'intérêt avec une baisse du taux de change.

L'évolution des marchés financiers en 1984 a montré aussi clairement qu'on pouvait le souhaiter à quel point un tel compromis est précaire lorsque la confiance dans la valeur du dollar canadien risque de s'effriter. J'examine en détail ailleurs dans le Rapport le déroulement des événements, mais ils sont suffisamment instructifs pour que je les résume ici.

Pendant la majeure partie de la période comprise entre mars et le début de juillet, les taux d'intérêt canadiens ont connu une hausse à peu près comparable à celle des taux américains. Même si la Banque du Canada a en général cherché à atténuer les pressions qui s'exerçaient sur les taux canadiens, la tendance à la baisse du dollar canadien par rapport à la devise américaine a fait que les détenteurs de placements libellés en dollars canadiens ont de plus en plus recherché un rendement compétitif pour leurs placements. De plus, la hausse que les taux d'intérêt ont enregistrée sur le marché en réaction à la faiblesse du taux de change s'est accentuée avec le temps au lieu de s'atténuer. Cette interaction entre le marché monétaire et le marché des changes n'a cessé qu'en juillet, lorsque les taux du marché monétaire se sont mis à grimper. Au terme de cette période, le dollar canadien s'était déprécié de plus de 6 % pour atteindre son cours le plus bas par rapport au dollar américain. Il était aussi à son plus bas niveau par rapport à l'ensemble des devises des principaux pays industriels. En outre, les taux d'intérêt à court terme canadiens avaient augmenté beaucoup plus que leurs pendants américains.

Du milieu de 1984 aux premières semaines de 1985, les taux d'intérêt américains ont eu tendance à baisser, ce qui a grandement favorisé un fléchissement des taux canadiens. C'est ainsi que, vers la fin de janvier 1985, ces derniers étaient revenus aux niveaux auxquels ils se situaient un an plus tôt. Même si les écarts entre les taux canadiens et américains sont restés plus grands qu'en 1983 et qu'au début de 1984, le cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain s'est à peine redressé par rapport au creux qu'il avait atteint en juillet, et ce, en dépit des progrès que le Canada a continué d'accomplir

aux chapitres de l'inflation et des échanges internationaux. La faiblesse relative du dollar canadien durant cette période semble attribuable dans une certaine mesure à la vigueur générale du dollar américain.

Entre la fin de janvier et la fin de février, moment où ce Rapport a été mis sous presse, le dollar américain s'est de nouveau apprécié de façon spectaculaire par rapport aux autres devises, y compris le dollar canadien. Durant cette période, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté légèrement aux États-Unis. Comme auparavant, les pressions à la baisse sur le dollar canadien ont influencé le marché monétaire canadien et engendré des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. Les opérations de la Banque du Canada ont alors visé, non à empêcher l'interaction entre le marché des changes et le marché monétaire, mais plutôt à l'atténuer.

L'expérience vécue l'année dernière a montré que la marge de manœuvre dont dispose la Banque du Canada pour influencer les taux d'intérêt à court terme comporte de nettes limites. On peut s'attendre à ce que, sous l'action d'un certain nombre de facteurs, cette marge de manœuvre soit plus grande à certains moments qu'à d'autres. À cet égard, je crois que la plupart des observateurs avertis conviendront que les plus importants de ces facteurs sont la tenue de l'économie canadienne sur le plan de l'inflation, la situation de notre balance des paiements, les pressions venant de la conjoncture financière internationale et du type de celles que je viens de décrire et l'impression que les autorités donnent, aux marchés financiers, de l'importance qu'elles attachent à la valeur externe de la devise. Il est de toute évidence impossible de déterminer avec certitude quel effet ces facteurs auront sur la marge de manœuvre dont la Banque dispose à un moment donné pour influencer les taux d'intérêt. Ce qui est clair cependant, c'est que la perte de confiance dans la perspective d'une bonne tenue du dollar canadien sur le marché des changes ne contribue nullement à réduire les taux d'intérêt. De plus, une fois ébranlée, la confiance ne se rétablit pas rapidement.

Une baisse sensible du taux de change risque d'entraver les progrès que nous avons réalisés dans la lutte contre l'inflation. La dépréciation du dollar entraîne au Canada un renchérissement non seulement des importations mais aussi des produits canadiens qui sont en concurrence avec les produits importés et des produits canadiens exportables. En 1984, contrairement aux années précédentes, l'incidence de la chute du dollar canadien sur le taux d'inflation a été compensée par la bonne tenue que les coûts intérieurs ont continué d'afficher. Cependant, ce type de compensation ne se produit pas automatiquement. La dépréciation a eu pour effet de diminuer le pouvoir d'achat réel de la monnaie, étant donné qu'elle a pour conséquence directe de faire monter les prix et non les salaires. On peut se demander jusqu'à quel point les consommateurs sont prêts à accepter une diminution de leur pouvoir d'achat sans réclamer, en contrepartie, des salaires plus élevés, car exiger d'eux encore plus de sacrifices, c'est risquer une recrudescence des pressions inflationnistes.

Je crois que le rôle que la politique monétaire doit jouer à l'égard du taux de change consiste à contrer les fortes dépréciations qui menaceraient les progrès réalisés en matière d'inflation; autrement, nous risquerions de causer une perte de confiance, qui nuirait à notre aptitude à réduire les taux d'intérêt.

À long terme, nous ne pourrons avoir au Canada des taux d'intérêt peu élevés que dans la mesure où nous pourrons maintenir le taux d'inflation à un niveau peu élevé. Comme je viens de le faire remarquer, le Canada ne peut influencer directement le niveau des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés financiers internationaux. Il nous est toutefois possible d'avoir des taux d'intérêt plus bas que les taux en vigueur sur les marchés internationaux si nous avons un taux d'inflation plus bas; en effet, l'histoire nous enseigne que ce sont les pays qui ont obtenu les taux d'inflation les plus faibles qui ont les taux d'intérêt les plus bas. À court terme, nous pouvons être forcés de dévier de notre route, comme nous l'avons été en 1984 et au début de 1985, par de fortes pressions d'origine étrangère qui entravent notre aptitude à favoriser, au chapitre des taux d'intérêt, une baisse compatible avec

les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation. Un fait fondamental demeure : rien ne nous aidera autant à réduire les taux d'intérêt aux plus bas niveaux possibles au Canada qu'un retour à la stabilité des prix intérieurs.

* * *

Les Canadiens se remettent depuis les deux dernières années de la conjoncture économique la plus difficile de l'après-guerre. La transition n'est pas encore terminée; certains secteurs industriels et certaines régions de notre pays font encore face à des problèmes graves. Toutefois, notre situation économique à l'aube de 1985 est meilleure qu'elle ne l'a été depuis assez longtemps.

Notre situation économique s'est en outre améliorée en 1984 en dépit d'une conjoncture internationale qui nous imposait à la fois des taux d'intérêt élevés et une structure anormale des taux de change. L'année qui vient de s'écouler n'a pas été une année facile pour beaucoup de Canadiens. Toutefois, notre situation générale a été assez bonne pour nous permettre de tenir le coup sans que l'économie soit trop gravement touchée. Étant donné les déséquilibres qui subsistent encore dans le monde, nous ne pourrons pas éviter d'autres moments difficiles à l'avenir. Mais à mesure que notre situation économique s'améliorera, nous serons sûrement mieux armés pour résister aux pressions qui viennent de l'extérieur.

La conjoncture financière internationale s'apaisera avec le temps. Mais quel que soit le degré de stabilité et de prospérité de l'économie mondiale, il y régnera toujours une atmosphère de forte concurrence. Aussi devrons-nous, pour soutenir la concurrence étrangère, veiller à ce que notre économie entretienne le dynamisme et la capacité d'adaptation qu'il faut pour garantir la meilleure utilisation possible des ressources et des compétences, que nous avons en abondance. Je crois que cette idée est maintenant mieux comprise et mieux acceptée par les Canadiens qu'elle ne l'a été depuis longtemps. Les progrès que nous avons encore accomplis en 1984 aux chapitres de la productivité, du contrôle des coûts et de l'inflation ont contribué à l'expansion de notre économie et constitué une autre étape importante vers la prospérité et un meilleur équilibre de notre économie.

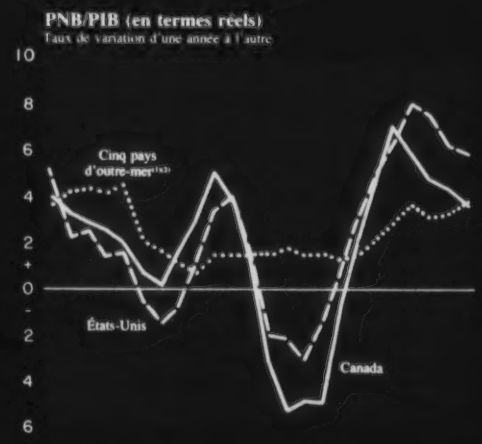
* * *

La Banque du Canada a commencé ses opérations le 11 mars 1935. Pour marquer son 50e anniversaire, elle a invité M. Douglas H. Fullerton à écrire une biographie de M. Graham Towers, qui a occupé le poste de Gouverneur de la Banque du 8 septembre 1934 au 31 décembre 1954.

L'activité économique et l'inflation

La tenue de l'économie canadienne a continué de s'améliorer en 1984. La baisse de l'inflation s'est poursuivie, les anticipations inflationnistes se sont atténuées, et la production et l'emploi ont dépassé les sommets atteints avant la dernière récession. La conjoncture économique s'est également améliorée chez un grand nombre de nos principaux partenaires commerciaux, et les pays qui ont le taux d'inflation le plus bas sont en général ceux-là mêmes dont la production a le plus augmenté. La croissance de l'économie américaine a été particulièrement forte, ce qui a stimulé considérablement la production et les exportations canadiennes.

Comparaisons internationales



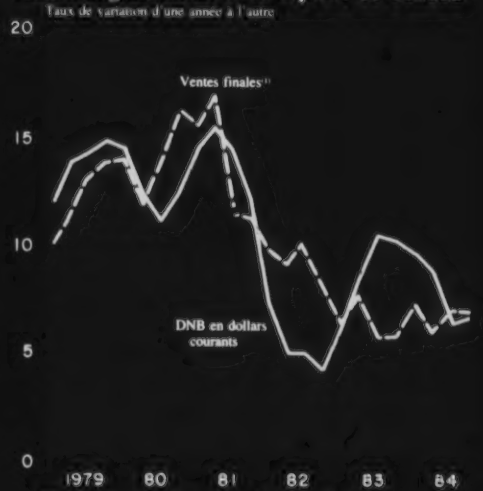
[1] Le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie
[2] Données pondérées par le PNB/PIB de ces pays en 1982

En dépit de cette conjoncture favorable dans l'ensemble, le taux de chômage est demeuré élevé au Canada, voire très élevé dans certaines branches d'activité et certaines régions. Vers la fin de l'année, des signes encourageants d'une reprise de la croissance ont été observés dans les provinces de l'Ouest et de l'Atlantique, mais le niveau de l'activité économique dans les régions autres que le centre du pays est demeuré en général assez faible.

L'activité économique

Le taux d'augmentation de la dépense globale s'est ralenti par rapport au dernier trimestre de 1983 pour s'établir à environ 7 % au dernier trimestre de 1984. Ce ralentissement reflète à la fois un fléchissement du taux d'inflation et une diminution de la croissance réelle comparativement à la très forte augmentation enregistrée en 1983. L'activité économique avait pris un essor prodigieux durant la première année de la relance, notamment du fait que les entreprises avaient recommencé à accumuler des stocks, mais elle n'a pas bénéficié d'un tel stimulant en 1984. Par contre, la croissance des ventes finales s'est accélérée considérablement par rapport à l'année précédente, la hausse des exportations vers les États-Unis ayant particuliè-

Taux d'augmentation de la dépense au Canada



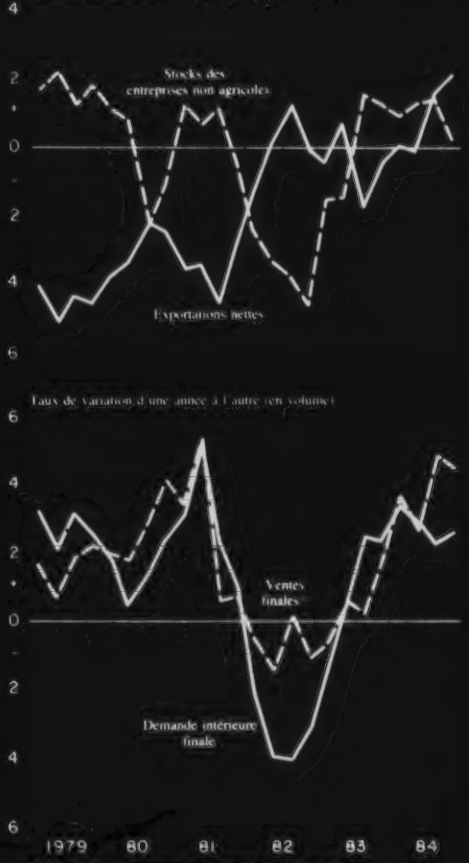
[1] DNB en dollars courants, ensemble des stocks exclus

rement stimulé l'économie canadienne. Le rythme de croissance de la demande intérieure finale a été assez régulier, mais plutôt modéré.

Les dépenses des ménages et des entreprises ont affiché des profils différents durant l'année. Dans l'ensemble les dépenses de consommation en termes réels ont accusé une assez forte augmentation en 1984, mais des signes de ralentissement se sont manifestés durant l'été consécutivement à la hausse des taux d'intérêt. Cette hausse a suscité des inquiétudes au sujet de l'évolution future des taux d'intérêt et encouragé davantage les ménages à maintenir leur épargne à un haut niveau afin de réduire leurs prêts hypothécaires et leurs autres dettes. Les acheteurs de maisons ont réagi eux aussi à cette conjoncture, mais la faiblesse du secteur de la construction résidentielle tient également au fait que les programmes gouvernementaux ont favorisé une augmentation des mises en chantier de logements au début de la reprise, aux dépens de mises en chantier ultérieures. Les entreprises ont continué dans l'ensemble de faire preuve de beaucoup de prudence, mais on a observé des signes d'une relance des investissements au cours de l'année. Les gains étaient évidents dans certains secteurs des services ainsi que dans les industries productrices de biens dont les taux

Quelques composantes de la dépense réelle

Milliards de dollars de 1971
Données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels

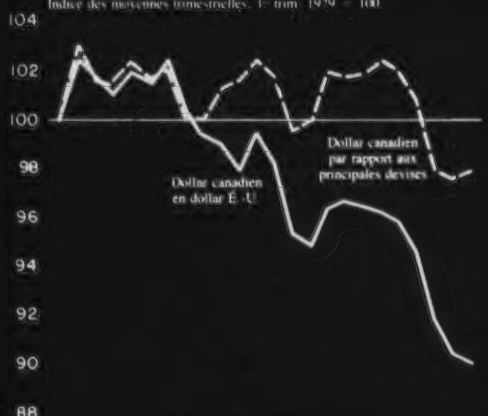


DNB en dollars constants, ensemble des stocks exclus

Quelques statistiques relatives à la compétitivité internationale

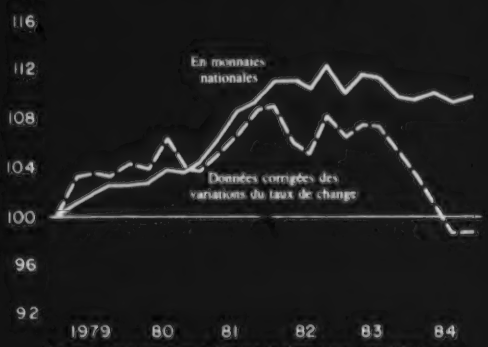
Taux de change

Indice des moyennes trimestrielles, 1er trim. 1979 = 100



Coûts unitaires de main-d'œuvre

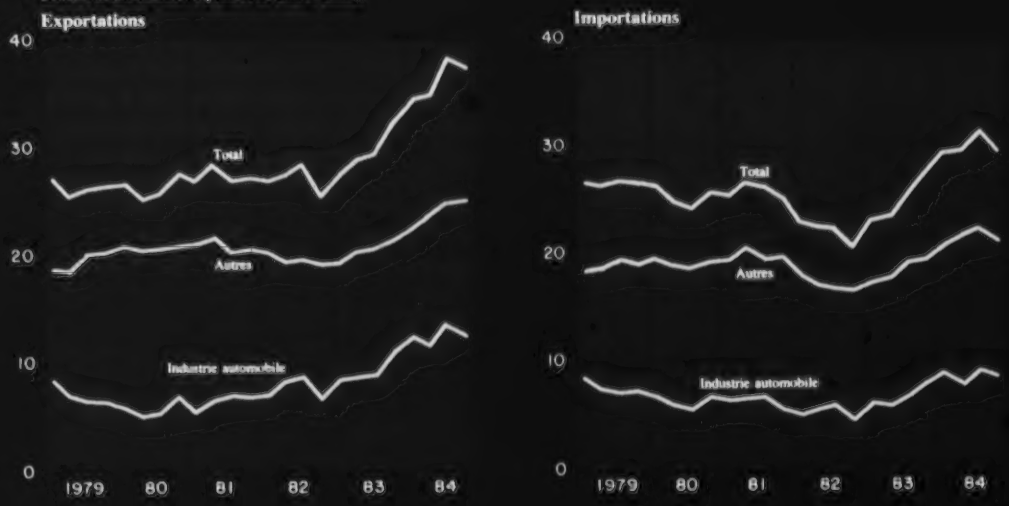
Canada par rapport aux États-Unis, 1er trim. 1979 = 100.



Les coûts unitaires de main-d'œuvre de chaque pays sont définis comme la somme des salaires et traitements et du revenu supplémentaire du travail par unité de PNB réel.

Volume des échanges commerciaux

Milliards de dollars de 1971
Données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels

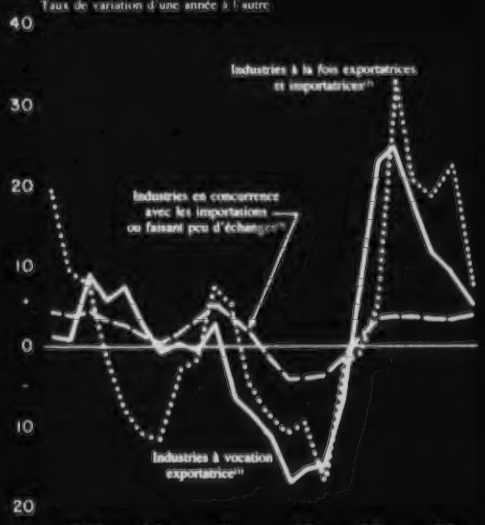


d'utilisation des capacités ont beaucoup augmenté ces derniers temps. Le plafonnement des investissements en stocks en 1984 traduisait en partie un phénomène conjoncturel bien typique de la deuxième année des périodes d'expansion économique, mais il a pu également découler des coûts encore élevés du financement des stocks.

La poursuite d'une croissance rapide des exportations et des importations en termes réels et l'excédent record de la balance commerciale en 1984 ont été deux aspects très importants de l'amélioration de la conjoncture économique au Canada. L'industrie automobile a été dans une large mesure au centre de ce phénomène, ce qui reflétait la vigueur de la demande de voitures et l'intégration de l'industrie automobile en Amérique du Nord. Néanmoins, les exportations et les importations d'autres types de biens ont aussi progressé de façon marquée par suite du raffermissement général de la demande intérieure aux États-Unis et au Canada. Les exportations du Canada à destination des États-Unis ont été particulièrement favorisées non seulement par l'amélioration conjoncturelle de la situation économique aux États-Unis, mais aussi par la dépréciation du dollar canadien, qui a eu pour

Production

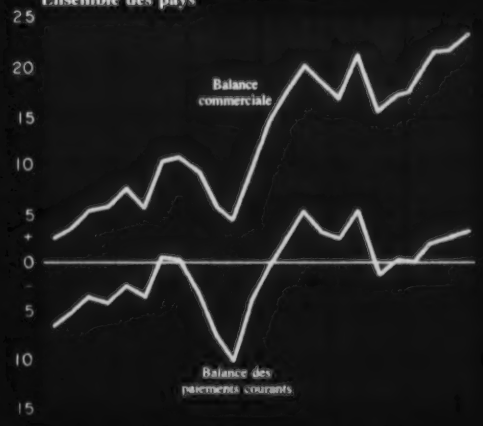
Taux de variation d'une année à l'autre



[1] Comprend l'extraction minière, à l'exclusion du pétrole et du gaz naturel, l'industrie du bois, du papier et des activités connexes ainsi que les métaux primaires.
[2] Comprend la fabrication de machines, d'équipement de transport et les produits chimiques.
[3] Comprend les industries manufacturières, la construction et les services.

Quelques postes de la balance des paiements courants

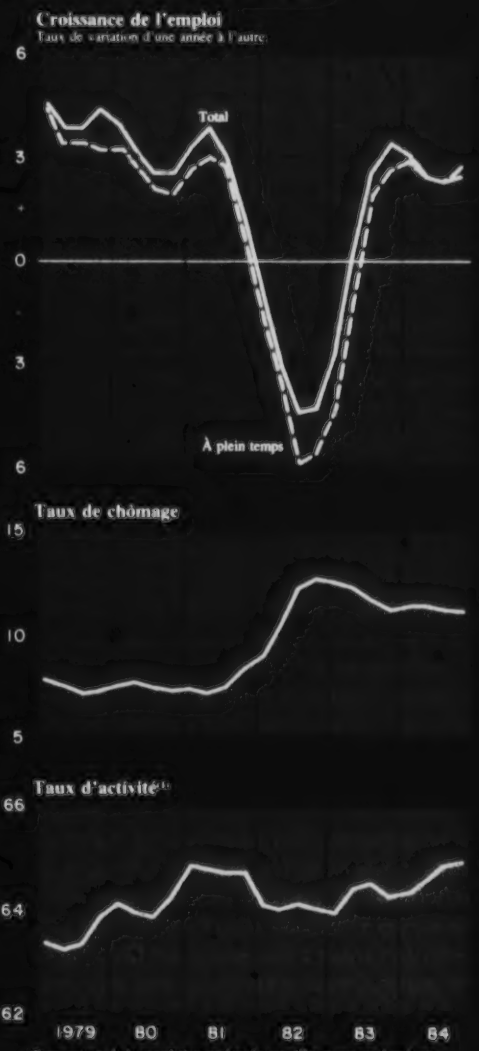
Milliards de dollars
Données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels



effet jusqu'ici d'améliorer la position concurrentielle du Canada vis-à-vis de ce pays. En revanche, la balance commerciale du Canada vis-à-vis du reste du monde s'est de nouveau détériorée; des facteurs conjoncturels et les variations du taux de change ont contribué à freiner les exportations canadiennes et à augmenter les importations en provenance d'outre-mer.

Le rôle clef que les exportations et les importations ont joué dans l'évolution de l'économie canadienne en 1984 s'est reflété dans la composition de la production industrielle et les niveaux d'utilisation des capacités des industries correspondantes. Les industries à vocation exportatrice, que l'on retrouve surtout dans le secteur des ressources naturelles, ont continué d'accroître vigoureusement leur production; il en est de même de celles qui produisent du matériel de transport et des autres industries caractérisées par les niveaux relativement élevés de leurs exportations et de leurs importations. À l'heure actuelle, un grand nombre de ces industries fonctionnent à des taux d'utilisation de leurs

Indicateurs du marché du travail

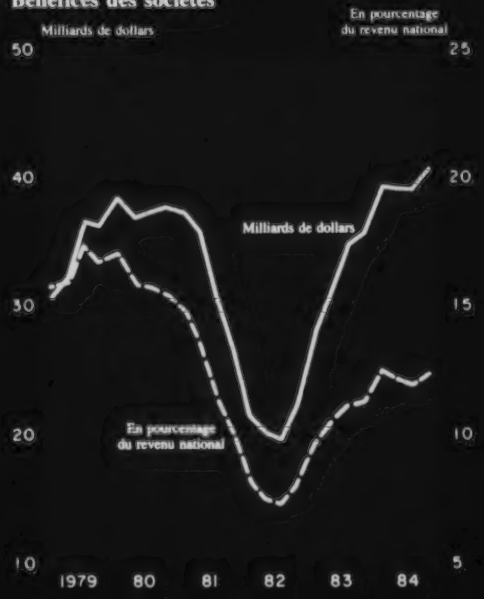


[1] Pourcentage de la population en âge de travailler ayant ou cherchant activement un emploi

capacités supérieurs aux moyennes enregistrées par le passé. Par contre, les industries qui produisent principalement pour le marché intérieur ont connu une croissance relativement faible à cause de la concurrence étrangère et de la faiblesse de la demande d'un grand nombre de biens et de services qui ne font pas l'objet d'échanges internationaux.

Au chapitre de l'emploi, de nouveaux gains ont été réalisés en 1984, et les entreprises se sont montrées de plus en plus disposées à embaucher des employés à plein temps plutôt qu'à temps partiel. Le taux de chômage n'a cependant que peu diminué; l'une des raisons en est que

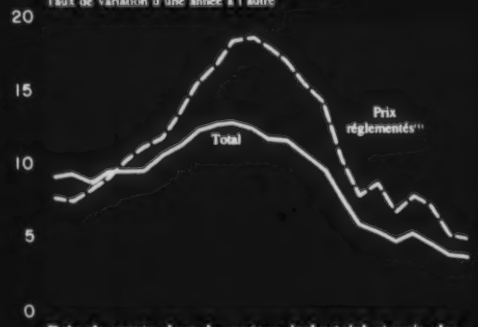
Bénéfices des sociétés



l'amélioration des perspectives d'embauche a incité les personnes qui avaient auparavant délaissé le marché du travail à chercher de nouveau un emploi. Si l'économie n'a pas réalisé de gains plus substantiels au chapitre de l'emploi, cela semble tenir au fait que les entreprises, qui doivent affronter la concurrence étrangère, se sont efforcées d'accroître leur productivité et de réduire leurs coûts. Des efforts en ce sens étaient déployés depuis plusieurs années déjà, mais l'année 1984 a été caractérisée par une nouvelle

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts

Indice des prix à la consommation



Prix de vente dans le secteur industriel et prix des matières premières

Mesures des salaires

*Comprend l'énergie, les transports publics, les communications, les droits d'immatriculation des véhicules automobiles et les permis de conduire, ainsi que l'eau, l'impôt foncier, le tabac, les boissons alcooliques et les produits agricoles assujettis à une réglementation

poussée importante de la production par personne ayant un emploi. L'accroissement de la productivité a été très marqué dans un grand nombre de secteurs industriels. Les bénéfices des sociétés se sont aussi accrus dans l'ensemble à la faveur notamment de cette évolution de la productivité.

C'est dans le secteur de l'exploitation des ressources naturelles qu'ont été enregistrés certains des gains de productivité les plus marqués, de sorte que l'emploi n'a guère progressé dans ce secteur en dépit des volumes de production plus élevés. Les marges bénéficiaires des industries de ce secteur se sont accrues modérément en 1984, mais elles sont en moyenne encore nettement inférieures à celles observées par le passé, en raison de la faiblesse persistante des prix mondiaux des matières premières. Les provinces de l'Ouest ont été particulièrement touchées par cette évolution ainsi que par la diminution de la production agricole attribuable à la sécheresse et par le nouveau ralentissement survenu dans le secteur de la construction après la période de forte expansion qui s'est terminée avec la décennie.

L'inflation

En 1984, de nouveaux progrès ont été accomplis dans la voie d'une décélération des coûts et des prix. À la fin de l'année, l'indice des prix à la consommation avait augmenté de 3¼ %, soit encore moins que la hausse de 4½ % enregistrée en 1983. Au surplus, ce fléchissement de l'inflation s'est effectué en dépit de certains facteurs qui jouaient en sens inverse. Par exemple, la dépréciation du dollar canadien s'est traduite par des prix en dollars canadiens plus élevés des importations, des exportations et des autres biens susceptibles de faire l'objet d'échanges internationaux. Dans l'ensemble, les biens échangés sur les marchés mondiaux, en particulier les produits alimentaires et énergétiques, ont eu tendance à renchérir au Canada plus rapidement que les biens et services qui sont vendus uniquement sur les marchés nationaux et qui par conséquent sont influencés essentiellement par la conjoncture intérieure. Le rythme d'accroissement des prix réglementés s'est aussi ralenti en 1984, mais il est demeuré quelque peu supérieur à celui de l'indice global des prix à la consommation.

La forte concurrence qui a caractérisé tant le marché du travail que celui des biens a continué d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'accroissement des coûts et des prix au Canada. La hausse des coûts en main-d'œuvre par unité produite a continué de ralentir tout le long de 1984, le taux d'augmentation de la rémunération des salariés s'étant situé en moyenne aux alentours de 4 %, tandis que la productivité continuait de s'améliorer, comme on l'a fait remarquer plus haut. Les taux d'augmentation prévus par les accords salariaux négociés, qui constituent un indicateur prospectif de l'évolution de la rémunération, ont été plus faibles au second trimestre de l'année, s'établissant à environ 3½ % sur une base annuelle. Le taux d'inflation beaucoup plus modéré que l'on a connu ces deux dernières années est de nature à raffermir les anticipations selon lesquelles le taux d'inflation restera bas à l'avenir, et il est possible qu'une telle perspective ait déjà commencé à contribuer à une baisse du taux d'accroissement des salaires.

L'évolution financière

Les taux d'intérêt canadiens ont été beaucoup moins stables en 1984 qu'ils ne l'avaient été l'année précédente. Les pressions exercées par la hausse des taux d'intérêt américains combinées à un repli appréciable du cours de notre dollar ont entraîné de fortes augmentations des taux d'intérêt canadiens au printemps et au début de l'été. Les taux canadiens se sont ensuite inscrits à la baisse, et à la fin de l'année la plupart d'entre eux étaient revenus aux niveaux enregistrés durant la majeure partie de 1983. Le cours du dollar canadien est cependant demeuré tout le reste de l'année aux environs des bas niveaux observés à l'été.

Le rythme de croissance du crédit accordé aux emprunteurs canadiens en 1984 s'est légèrement accéléré par rapport à l'année précédente. Ces deux dernières années cependant, la proportion de la demande de crédit du secteur privé par rapport à la dépense globale n'a pas été aussi forte qu'elle l'avait été quelques années auparavant. Les efforts continus que les entreprises et les ménages ont déployés pour alléger le fardeau de leurs dettes ont encore eu une incidence importante sur la demande de crédit en 1984. La plupart des agrégats monétaires généralement utilisés se sont aussi accrus plus rapidement cette année qu'en 1983. Cependant, les taux de croissance de ces indicateurs de l'expansion monétaire ont divergé assez largement. L'évolution des agrégats au sens large a été influencée par la faible croissance de la demande de crédit du secteur privé tandis que les innovations dans le domaine des dépôts bancaires continuaient de perturber la croissance des agrégats au sens étroit.

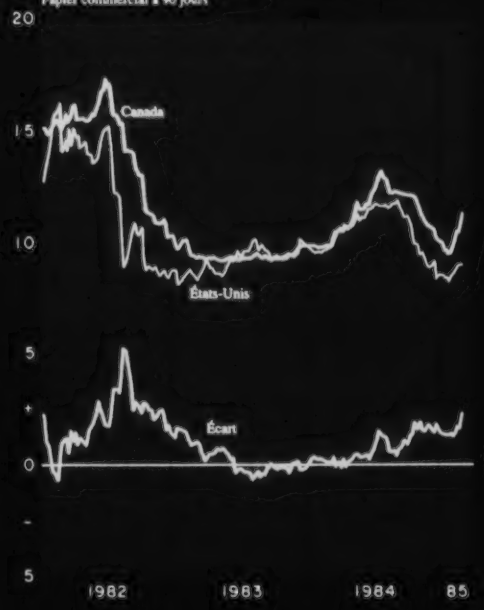
Les taux d'intérêt et le taux de change

Les pressions que la hausse des taux d'intérêt américains a exercées sur les taux d'intérêt canadiens à partir du début de mars se sont maintenues jusqu'au tout début du second semestre. Tant les taux à court terme que les taux à long terme ont été influencés par la réaction des marchés financiers américains à l'expansion rapide de l'économie américaine et aux taux élevés de croissance de la monnaie et du crédit associés à ce phénomène ainsi qu'aux politiques adoptées dans ces circonstances par les autorités monétaires américaines. Ce n'est qu'en juillet que les pressions que cette conjoncture a engendrées sur les marchés financiers ont commencé à s'atténuer et que les taux d'intérêt américains se sont inscrits à la baisse.

Au premier semestre, la peur que la tendance à la hausse des taux d'intérêt américains ne se renverse dans un proche avenir a exercé de fortes pressions à la baisse sur le cours de notre monnaie même si les taux d'intérêt canadiens ont dans l'ensemble suivi le mouvement à la hausse des taux américains. Les opérations qu'effectue la Banque du Canada dans le cadre de sa gestion des réserves-encaisse ont visé durant la majeure partie de cette période à atténuer les pressions sur les taux d'intérêt intérieurs. Cependant, comme le taux de change continuait de reculer, le marché a opposé une résistance plus forte aux opérations de gestion menées par la Banque, car les investisseurs recherchaient des titres à court terme ayant un rendement suffisamment élevé pour les protéger contre d'autres dépréciations du dollar canadien. En fin de compte, une interaction s'est développée entre le

Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

Papier commercial à 90 jours

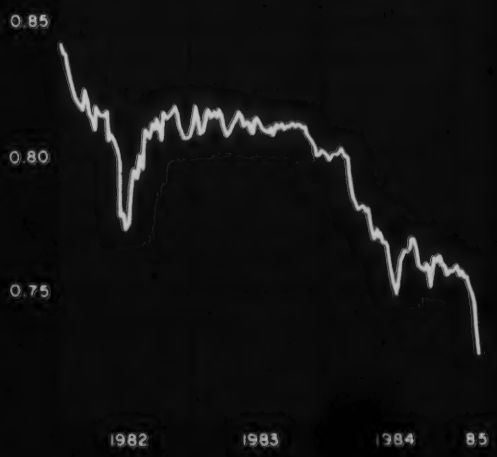


marché monétaire à court terme et le marché des changes. Ainsi les tentatives en vue de modérer les hausses de taux d'intérêt ont donné lieu à des opérations spéculatives contre le dollar canadien, et les pressions à la baisse auxquelles a alors été soumis le taux de change ont à leur tour intensifié les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt canadiens.

L'ampleur des incertitudes qui alimentaient la hausse des taux d'intérêt a été mise en évidence lors des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor du gouvernement canadien qui ont eu lieu au cours de cette période. Comme le gouvernement a dû vendre plus de 2 milliards de dollars de bons du Trésor à chaque adjudication pour rembourser les émissions venant à échéance et se procurer de l'argent frais, les participants aux adjudications risquaient de subir des pertes substantielles en capital si les taux de rendement des nouveaux titres qu'ils achetaient étaient jugés trop faibles par les investisseurs pour que les montants accrus de bons du Trésor trouvent preneurs sur le marché secondaire. Bien qu'en général la Banque du Canada ait généreusement approvisionné le système financier en réserves-encaisse et qu'elle ait maintes fois soutenu les cours des bons du Trésor par ses achats sur le marché, il est arrivé souvent que la conjoncture du marché des changes et celle des marchés de titres suscitent tant d'inquiétudes que les participants aux adjudications n'étaient disposés à présenter des offres d'achat de bons du

Taux de change

$ Can. et $ É.-U.



Trésor qu'à des prix donnant un taux de rendement bien supérieur aux taux pratiqués sur le marché. Étant donné l'ampleur des adjudications, la possibilité qu'avait la Banque du Canada de modérer par ses propres offres la hausse des cours de ces titres était limitée.

Au début de juillet, pendant que le taux de change du dollar canadien baissait, la forte tendance à la hausse des taux d'intérêt du marché monétaire canadien n'a pas été contrecarrée, et cette interaction entre le marché monétaire et le marché des changes a pris fin. Au moment où ils ont atteint leur sommet en juillet 1984, les taux d'intérêt à court terme s'étaient accrus de 3½ points de pourcentage par rapport

à leur niveau en début d'année et ils dépassaient d'environ 1½ point de pourcentage les taux américains comparables. De janvier à juillet, le cours du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. était descendu au plus bas niveau jamais enregistré et avait perdu près de 5 % par rapport au cours moyen, pondéré sur la base du commerce extérieur, de l'ensemble des grandes monnaies.

Au second semestre, les taux d'intérêt canadiens ont diminué à la faveur de la baisse des taux d'intérêt à court terme américains. La Banque du Canada n'a pas cherché à contrecarrer la tendance à la baisse des taux, elle a seulement tenté d'en ralentir et d'en régulariser le rythme. La baisse s'est accentuée à l'automne, mais l'écart entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains est resté considérable. En dépit de cela, le dollar canadien n'a guère regagné depuis juillet le terrain perdu par rapport au dollar américain. Notons cependant que les deux monnaies s'étaient raffermies sensiblement par rapport aux devises d'outre-mer à la fin de l'année.

Les autres taux d'intérêt ont affiché en 1984 un profil similaire à celui des taux d'intérêt à court terme pratiqués sur le marché. Les taux à long terme ont d'abord augmenté sous la pression de la hausse des taux à court terme et de celle des taux à long terme américains. Les taux à long terme ont atteint un sommet au milieu de l'année et, après une période de baisses ininterrompues, ils étaient revenus à la fin de l'année à des niveaux proches de ceux de l'année précédente. Les taux créditeurs et débiteurs pratiqués par les institutions financières ont affiché un profil similaire, soit une hausse suivie d'une baisse. L'évolution du taux de base des prêts bancaires en est un exemple caractéristique. En effet, ce taux, qui était de 11 % au début de mars, est passé à un sommet de 13.5 % pour retourner à 11 % au début de 1985. Les taux des prêts à la consommation, les taux hypothécaires et les taux sur les dépôts ont évolué de la même manière.

Durant les premières semaines de 1985, tandis que le cours du dollar américain augmentait fortement pour atteindre des niveaux records par rapport aux devises d'outre-mer, le dollar canadien a été l'objet de très fortes pressions à la

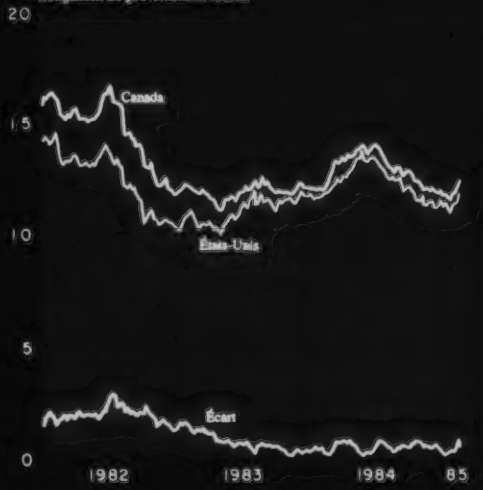
Taux de change du dollar canadien par rapport aux principales monnaies

Indice[1] 1971 = 100

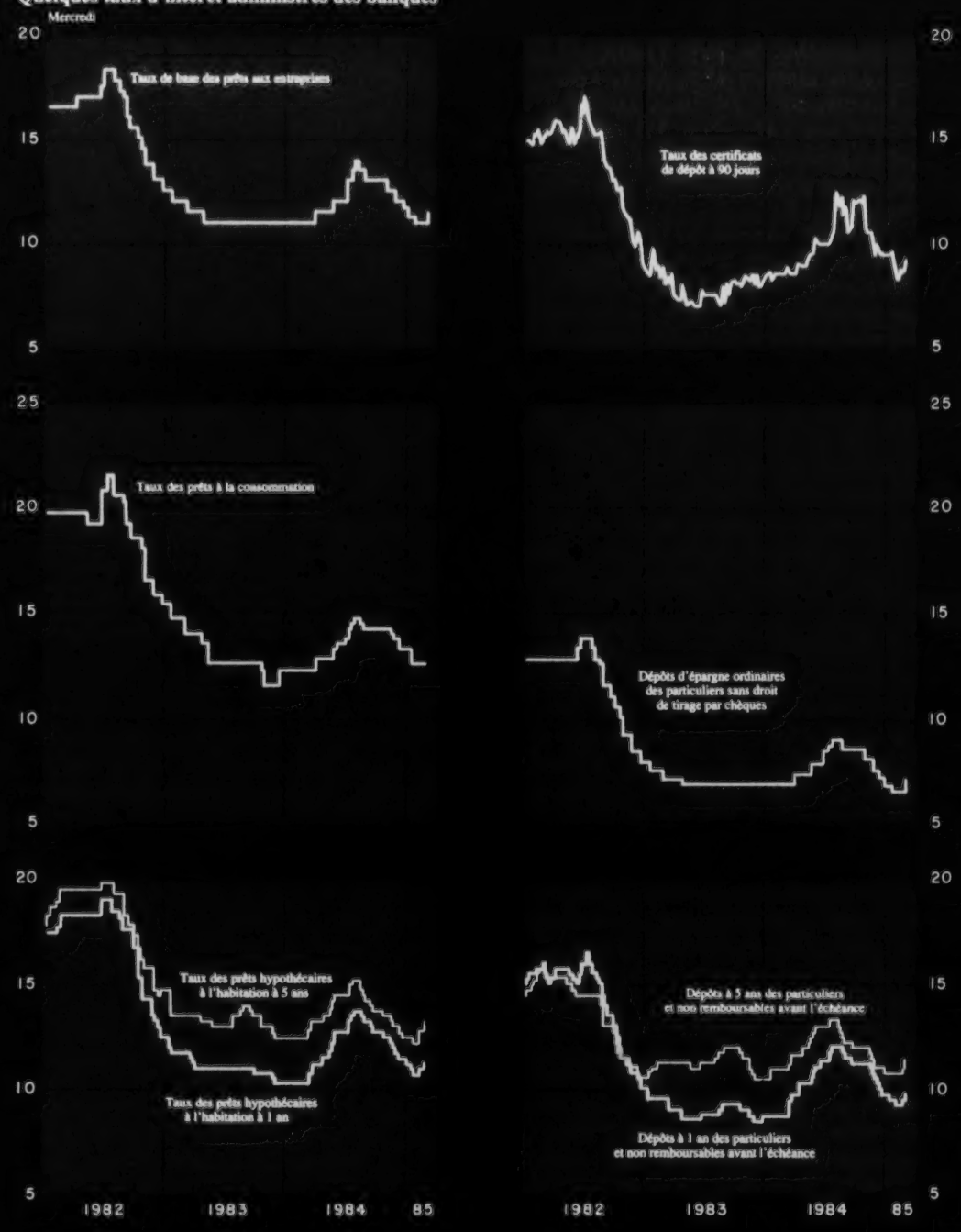
[1] L'indice est une moyenne pondérée sur la base du commerce extérieur du cours du dollar canadien par rapport aux monnaies des pays du groupe des 10 (les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, la République fédérale d'Allemagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique, la Suède et la Suisse).

Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

Obligations du gouvernement fédéral



Quelques taux d'intérêt administrés des banques


Mercredi
Taux de base des prêts aux entreprises
Taux des certificats de dépôt à 90 jours
Taux des prêts à la consommation
Dépôts d'épargne ordinaires des particuliers sans droit de tirage par chèques
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 5 ans
Taux des prêts hypothécaires à l'habitation à 1 an
Dépôts à 5 ans des particuliers et non remboursables avant l'échéance
Dépôts à 1 an des particuliers et non remboursables avant l'échéance
20
15
10
5
25
1982
1983
1984
85

baisse. Comme au printemps et au début de l'été de l'année précédente, cette baisse du taux de change a provoqué des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme au Canada.

À la fin de février 1985, le cours du dollar canadien était tombé aux alentours de 72 cents É.-U.; il s'était déprécié en quelques semaines d'environ 4 % par rapport au cours moyen obtenu pour l'ensemble des grandes monnaies après pondération sur la base du commerce extérieur. Durant la même période, les taux pratiqués sur les marchés du court terme ont augmenté de 1 à 2 points de pourcentage, tandis que les taux hypothécaires et le taux de base des prêts bancaires étaient également ajustés à la hausse.

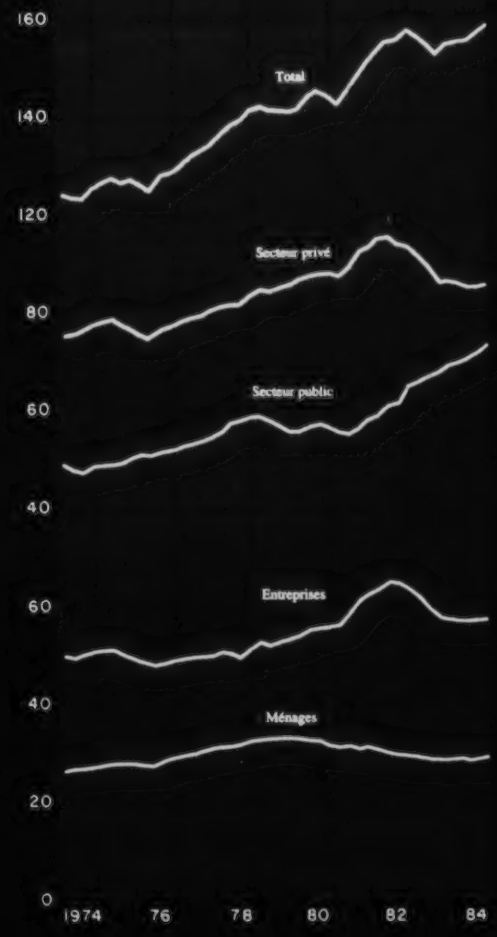
L'évolution du crédit

Au cours des dernières années, les entreprises ont conjugué leurs efforts en vue d'accroître le montant de leurs capital-actions et de réduire le volume de leurs dettes et le pourcentage que représentent les emprunts bancaires à taux flottants dans l'ensemble de leurs engagements. Parallèlement, les ménages se sont évertués à réduire leurs emprunts hypothécaires, à rembourser les dettes contractées aux fins de consommation et à limiter leurs nouveaux emprunts. À cause de la montée des taux d'intérêt au début de 1984, il était certainement plus difficile pour ceux qui avaient contracté des emprunts à taux flottants et pour ceux dont les emprunts devaient être renégociés au cours de l'année de réduire leurs dettes. Les ménages et les entreprises qui n'avaient pas encore réussi à diminuer substantiellement les lourdes dettes accumulées durant les années 70 et le début des années 80 étaient particulièrement vulnérables. Néanmoins, le ratio global de la dette du secteur privé à la dépense nationale brute (DNB) a encore enregistré une légère baisse au cours de l'année. De fait, certaines observations faites ces derniers temps portent à croire qu'un bon nombre de ménages ont réduit suffisamment leurs dettes pour qu'ils soient de nouveau disposés à en contracter d'autres pour financer leurs dépenses.

On trouvera à la page 24 une série de graphiques qui illustrent bien l'évolution du crédit au Canada. Le rythme d'endettement du secteur privé s'étant accru en 1984, la croissance de l'encours du crédit global s'est légèrement accélérée en 1984 par rapport aux deux années précédentes. Toutefois, le taux d'augmentation de la demande de crédit du secteur public s'est maintenu à un niveau nettement supérieur à celui du secteur privé, et les nouveaux emprunts du secteur public ont continué de jouer un rôle prédominant sur les marchés du crédit.

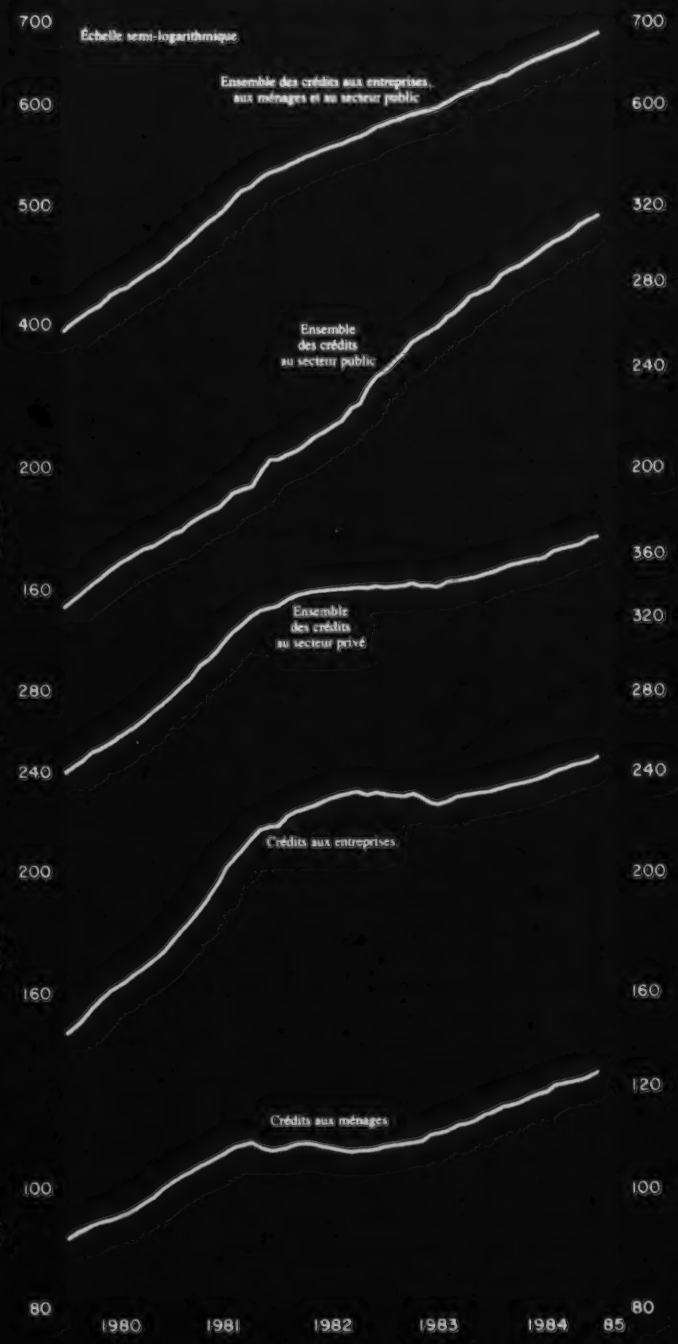
Encours des crédits aux secteurs public et privé

En pourcentage de la DNB



Agrégats du crédit : Encours des composantes

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



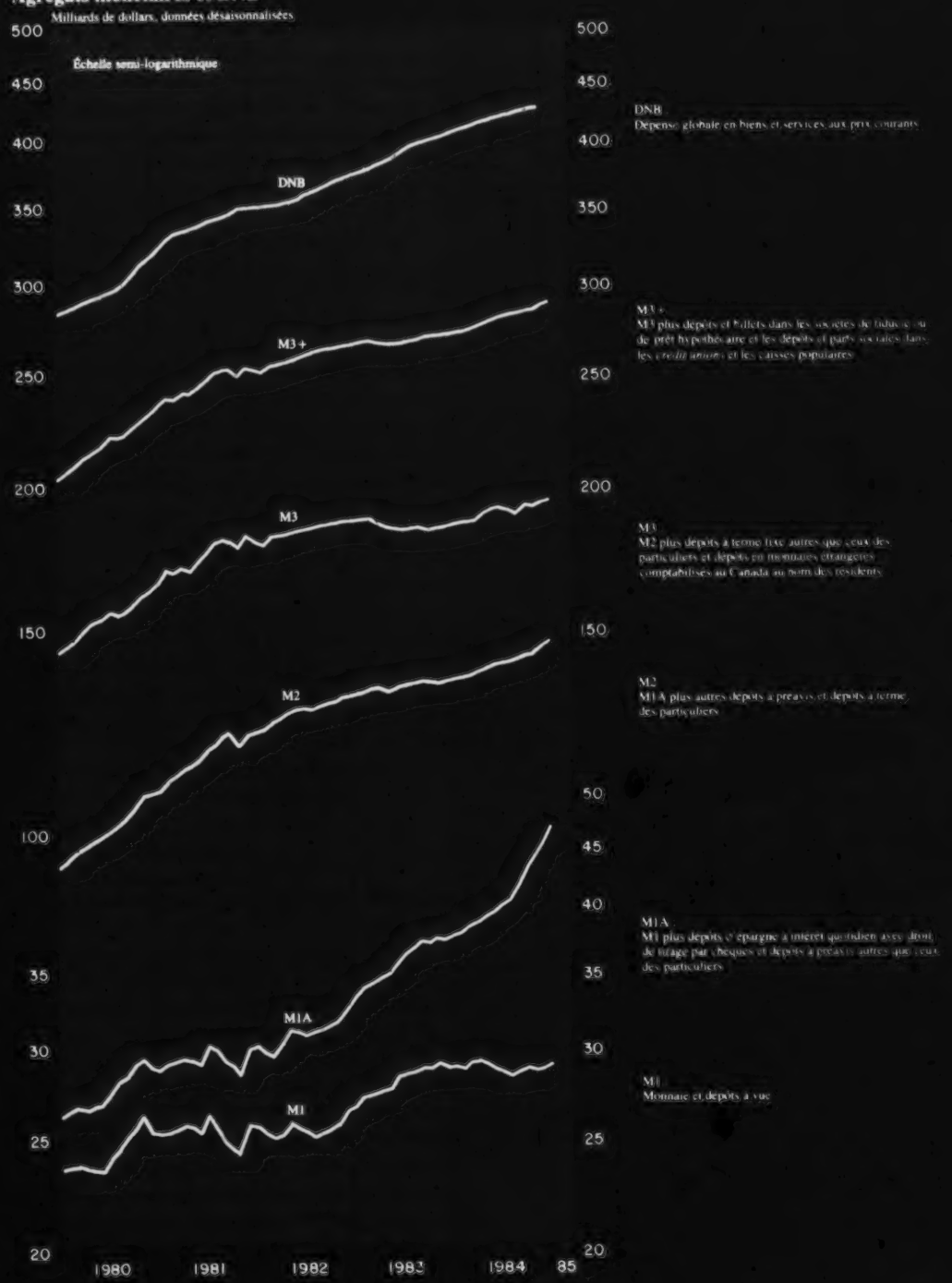
Ensemble des crédits au secteur public :
Prêts aux administrations fédérales, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé :
Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages

Crédits aux entreprises :
Prêts, baux financiers et acceptations, papier commercial, obligations et actions émises par les institutions non financières

Crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation accordés par certains prêteurs

Agrégats monétaires et DNB



Les agrégats monétaires

Les rythmes de croissance des différents agrégats monétaires ont de nouveau été perturbés à des degrés divers par l'évolution du crédit et par les innovations qu'ont effectuées les banques à charte et les autres institutions financières dans le domaine des services offerts aux déposants. C'est pourquoi les agrégats monétaires restent difficiles à interpréter et ne constituent pas un indicateur simple et direct de la tendance récente de l'expansion monétaire au Canada.

Bien que les mouvements des taux d'intérêt et l'évolution de la dépense globale au pays aient influencé le comportement des deux agrégats monétaires au sens étroit M1 et M1A, ces effets ont été masqués cette année par des phénomènes d'ordre institutionnel. Si les taux de croissance de ces deux agrégats accusent des tendances divergentes, cela tient aux modifications apportées ces derniers temps aux dépôts avec droit de tirage par chèques, particulièrement aux comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèques que détiennent les ménages. Deux ou trois taux d'intérêt différents peuvent s'appliquer à ces comptes d'épargne selon l'importance des soldes qui y sont maintenus. Ces comptes sont maintenant assortis des services généraux normalement attachés aux comptes de chèques ordinaires, et les taux d'intérêt servis sur les soldes supérieurs aux montants minimums spécifiés sont aussi attrayants que les taux de rendement des autres placements à court terme. C'est pourquoi les ménages ont grossi ces nouveaux comptes d'épargne aux dépens de leurs comptes de chèques personnels et de leurs comptes d'épargne traditionnels. Un mouvement similaire mais de moindre ampleur a été observé au chapitre des dépôts autres que ceux des particuliers : les entreprises ont dégarni leurs comptes courants pour accroître les dépôts à préavis assortis de taux plus avantageux. En conséquence, M1 n'a pas enregistré la moindre augmentation au cours de 1984 tandis que M1A, qui englobe les dépôts d'épargne à intérêt quotidien avec droit de tirage par chèques et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers, s'est accru rapidement.

Les agrégats au sens large M2 et M3 ont été moins touchés par les innovations financières décrites ci-dessus, car la grande diversité des dépôts qu'ils englobent fait que la plupart des transferts de fonds s'effectuent à l'intérieur de ces agrégats; ils ont par contre été fortement influencés par l'évolution récente des marchés du crédit. Depuis plusieurs années déjà, le rythme de croissance de M2 et de M3 s'est ralenti en raison de la faible progression de la demande de crédit du secteur privé et, ce qui est plus important, de la tendance des entreprises à délaisser le crédit bancaire, qui s'est produite à mesure que ces dernières restructuraient leurs bilans. La concurrence que livrent les banques pour attirer les dépôts à terme des particuliers et des sociétés, qui forment l'essentiel de ces agrégats, a été moins active cette année à cause de la faiblesse relative de la demande de crédit du secteur privé.

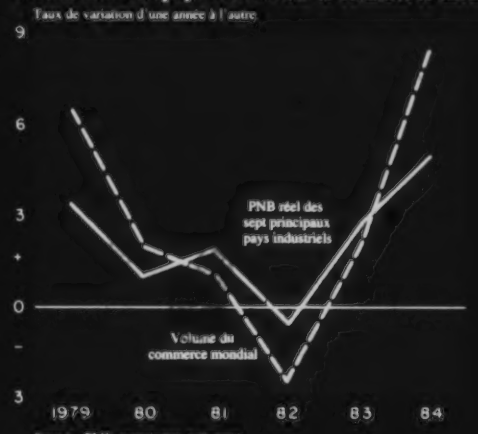
La tendance à délaisser le crédit bancaire et, par voie de conséquence, à effectuer moins de dépôts dans les banques, reflète des modifications des parts de marché; on peut tenir compte de ce facteur en incorporant aux agrégats au sens large les dépôts des autres institutions financières qui concurrencent les banques sur le marché du crédit. Un de ces agrégats, en l'occurrence M3+, affiche effectivement un taux d'accroissement un peu plus élevé, ce qui traduit la croissance plus rapide des institutions parabancaires dont les opérations de crédit dépendent moins de la demande de prêts commerciaux. Il reste que cet agrégat ne reflète toujours pas la totalité des activités de crédit, étant donné l'ampleur que les emprunts du secteur public ont prise ces dernières années. Par comparaison au secteur privé, les pouvoirs publics obtiennent normalement une part beaucoup plus grande de leur financement directement des épargnants et une part plus petite par l'intermédiaire des institutions de dépôt. La modeste accélération qu'a connue la demande de crédit du secteur privé au cours de l'année a néanmoins contribué à l'augmentation du volume d'affaires des institutions financières et à une expansion des agrégats monétaires au sens large, qui a été un peu plus rapide en 1984 qu'en 1983.

L'évolution de la situation financière internationale

De nouveaux progrès ont été réalisés en 1984 dans le règlement du problème de l'endettement mondial. Ces progrès s'expliquent en partie par les effets bénéfiques qu'ont eus l'amélioration de la conjoncture économique mondiale et l'expansion vigoureuse du commerce international. Mais les efforts d'adaptation faits par les pays débiteurs – avec dans bien des cas le soutien de vastes programmes d'ajustement du Fonds monétaire international – et l'amélioration du financement accordé par des établissements privés et des organismes officiels ont également joué à cet égard un rôle positif.

En 1984, la production s'est accrue à un rythme d'environ 5 % dans les principaux pays industriels, après avoir enregistré une croissance assez modeste en 1983. Une fois de plus, la croissance de la production a été induite par des phénomènes survenus en Amérique du Nord, mais à un degré moindre qu'en 1983, car la reprise continuait de s'étendre à d'autres pays industriels. La tendance à l'accroissement de la production a été particulièrement manifeste en Allemagne et au Japon. Le taux d'inflation a continué de reculer dans les pays industriels. Après s'être fortement inscrits en hausse au début de l'année, les taux d'intérêt mondiaux sont retombés au second semestre aux niveaux de

Production des pays industriels et commerce mondial



Source : FMI, organismes nationaux

1983. Au cours de l'année, le volume du commerce mondial s'est accru de près de 9 %, stimulant la reprise économique amorcée en 1983 après quelques années de croissance faible ou négative.

L'expansion du commerce mondial a eu des effets positifs sur la situation économique de nombreux pays en développement. Ces effets

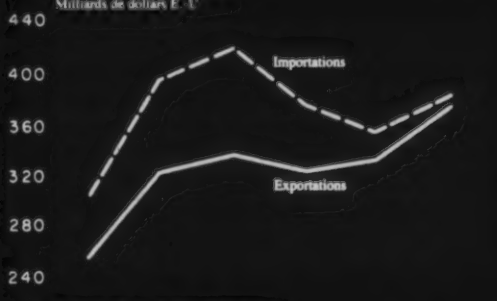
Pays en développement non pétroliers

Soldes de la balance commerciale et de la balance courante

Milliards de dollars É.-U.

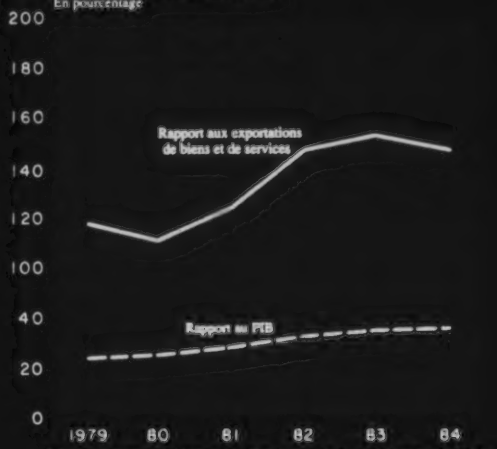
Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.



Ratios de la dette extérieure

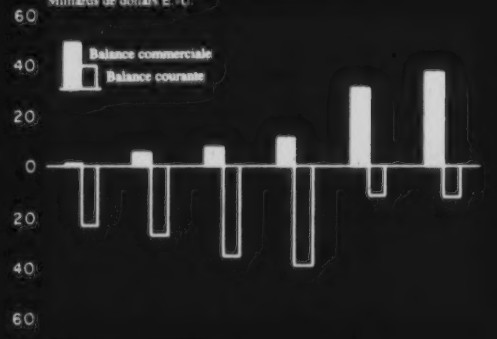
En pourcentage



Principaux pays emprunteurs[1]

Soldes de la balance commerciale et de la balance courante

Milliards de dollars É.-U.

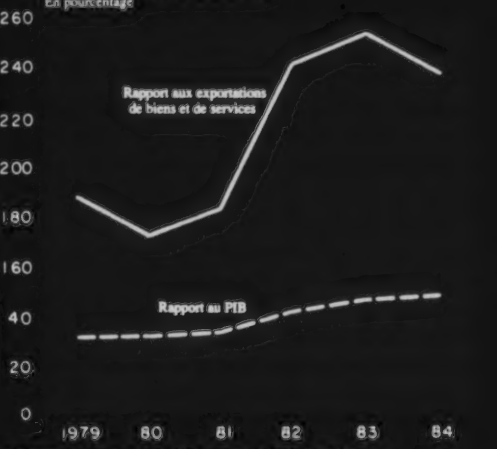


Balance commerciale

Milliards de dollars É.-U.

Ratios de la dette extérieure

En pourcentage



[1] Ce groupe comprend l'Argentine, le Brésil, la Corée, le Mexique et les Philippines, dont la situation correspond à la définition que le FMI donne des pays en développement non pétroliers, ainsi que l'Indonésie et le Vénézuela, que le FMI classe parmi les «pays exportateurs de pétrole» en raison de l'importance particulière que les exportations de pétrole revêtent pour eux.

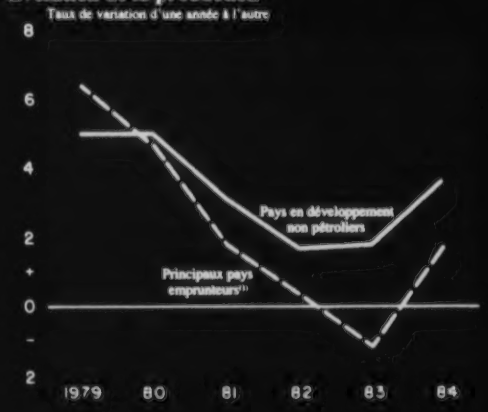
Source : FMI

ont été particulièrement visibles dans les pays les plus endettés, mais l'ensemble des pays en développement a aussi réalisé des gains considérables. Comme on peut le voir aux graphiques ci-contre, ces pays ont grandement amélioré la situation de leur balance des paiements. Depuis 1981, le déficit des balances courantes de l'ensemble des pays en développement non producteurs de pétrole a diminué sensiblement, la réduction du déficit global des balances commerciales ayant plus que compensé l'accroissement des paiements d'intérêts. De plus, les balances commerciales des principaux pays emprunteurs ont commencé à afficher d'importants excédents. Au début, ces améliorations résultaient d'une réduction marquée des importations, mais en 1984 elles étaient attribuables à l'expansion plus rapide des exportations, elle-même rendue possible par l'accélération de l'accroissement de la demande dans les pays industriels. Quant aux importations, elles ont recommencé à s'accroître tandis que la production se redressait dans les pays en développement. L'amélioration de la balance commerciale signifie également que les indicateurs de la capacité de ces pays à assurer le service de leur dette à long terme, par exemple le rapport de la dette aux exportations et le rapport de la dette à la production, ont commencé à se stabiliser et même à diminuer dans certains cas.

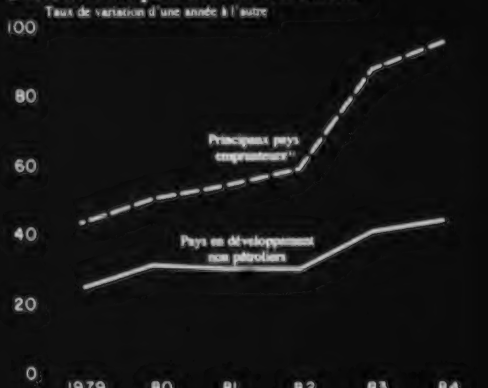
Pour ce qui est du règlement des problèmes intérieurs, les résultats obtenus ont été assez inégaux. La production a amorcé une reprise dans les principaux pays emprunteurs. Pour l'ensemble des pays en développement, le taux de croissance s'est maintenu toutefois à des niveaux inférieurs aux taux moyens enregistrés auparavant, et, contrairement à ce qui s'est passé dans les pays industriels, le taux d'inflation est resté très élevé.

Malgré l'impulsion donnée par la vigoureuse expansion du commerce mondial, les progrès accomplis ont exigé de pénibles efforts d'ajustement dans un grand nombre de pays. La situation a été assez différente selon les pays, en ce qui concerne tant le rythme auquel ceux-ci ont appliqué les programmes d'ajustement que le volume des concours qu'ils devaient obtenir de leurs créanciers et des institutions internationales. Quelques-uns des grands pays emprunteurs ont été capables de faire les ajustements nécessaires et ont conservé leur solvabilité sans devoir recourir à l'assistance du Fonds monétaire international. Toutefois, la plupart des pays ont opté pour une solution reposant en général sur une assistance du FMI et des concours coordonnés de leurs créanciers, tant ceux du secteur public que ceux du secteur privé. Le nombre de pays bénéficiant de ces vastes programmes de soutien s'est accru tout le long de l'année.

Évolution de la production



Évolution des prix à la consommation



[1] Voir au graphique précédent la liste des principaux pays emprunteurs.

Source : FMI

Les problèmes de plusieurs pays débiteurs ont été atténués par le fait que les banques

ont mis à leur disposition des programmes de financement assortis de modalités un peu plus favorables que celles qui avaient généralement été négociées en 1982 et en 1983. Ces modalités s'appliquaient à la fois aux anciennes dettes qui venaient d'être réaménagées et aux nouveaux emprunts contractés pour obtenir des capitaux frais. Le fardeau des intérêts à payer par ces pays s'est allégé à la faveur d'une réduction de la marge fixe que les banques ajoutent aux taux, généralement flottants, auxquels elles se financent sur le marché des gros dépôts. Les frais ou droits spéciaux afférents aux prêts consentis à ces pays ont été abaissés et, dans certains cas, éliminés. De même, les périodes d'amortissement des nouveaux emprunts et des dettes rééchelonnées ont été prolongées, et un grand nombre de ces emprunts prévoient maintenant un délai de grâce initial durant lequel le pays n'a aucun versement à faire au titre du principal.

L'amélioration des modalités de ces emprunts reflétait en partie l'amélioration de la solvabilité de certains des principaux pays débiteurs, laquelle résultait des progrès réalisés par ceux-ci durant les premières phases des programmes d'ajustement. Un autre facteur qui a contribué à améliorer les modalités de ces emprunts a été l'approche plus souple que les banques et les pays débiteurs ont commencé à adopter à mesure qu'ils acquéraient une plus grande expérience des négociations portant sur le rééchelonnement des dettes et sur l'octroi de nouveaux prêts. C'est ainsi que certains mécanismes de financement tout à fait nouveaux ont été mis au point en 1984.

Ces innovations découlaient de l'élaboration de l'accord de rééchelonnement pluriannuel, soit d'un cadre destiné à faciliter un rééchelonnement ordonné des dettes arrivant à échéance immédiatement ou dans un avenir plus lointain. Il est ainsi devenu plus facile de prévoir et d'effectuer les paiements liés au service de la dette. En assurant le service de leur dette de façon plus ordonnée, les pays devraient améliorer leur solvabilité et augmenter leurs chances de recommencer à conclure à l'avenir des accords financiers plus normaux.

Les caractéristiques des accords de rééchelonnement pluriannuel continueront sans doute d'évoluer à mesure que ceux-ci seront appliqués à des situations particulières. Jusqu'à présent, le rééchelonnement pluriannuel a été accepté dans les négociations entreprises avec un nombre limité de pays et surtout dans les ententes conclues avec des créanciers du secteur privé. Il est toutefois possible que les arrangements de ce type deviennent de plus en plus courants.

Un élément nouveau des accords conclus récemment est qu'ils offrent aux banques créancières autres que celles des États-Unis la possibilité de remplacer par des créances libellées dans la monnaie de leur propre pays une partie de leurs prêts en dollars É.-U., la monnaie qu'elles utilisent traditionnellement dans leurs opérations avec l'étranger. Cette option de conversion des monnaies, qui n'est pas née du jeu normal des forces du marché, présente l'inconvénient d'entraîner une exportation d'épargne du pays dans la monnaie duquel le prêt est converti. La Banque du Canada a discuté de cette question avec les banques à charte principalement concernées et a souligné à leur intention les effets perturbateurs que la conversion de monnaies sur une grande échelle pourrait avoir sur les taux d'intérêt canadiens et le taux de change de notre dollar. Étant donné que les banques à charte ont financé traditionnellement par des emprunts en devises contractés à l'étranger les prêts qu'elles consentent à l'étranger, ces opérations internationales ont été jusqu'ici traitées comme des activités pratiquement distinctes des opérations intérieures. La Banque a exprimé l'opinion que les banques à charte devraient s'efforcer de maintenir ce cloisonnement entre leurs opérations.

La gestion de la dette publique et les opérations de change

La gestion de la dette publique

Le rythme élevé auquel le gouvernement canadien a contracté ses emprunts en 1983 s'est maintenu durant toute l'année 1984. L'encours de la dette intérieure du gouvernement a augmenté au cours de l'année d'environ 25,6 milliards de dollars, soit 1,4 milliard de moins que le chiffre record enregistré en 1983. En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada a participé à l'émission des bons du Trésor, des obligations négociables et des obligations d'épargne du Canada que le gouvernement a placés sur le marché canadien afin de rembourser les emprunts venant à échéance et de satisfaire aux besoins nets de financement en dollars canadiens pour l'année. En outre, la Banque a prêté son concours au gouvernement à l'occasion de la négociation d'emprunts en devises étrangères équivalant à plus de 900 millions de dollars É.-U. En plus d'augmenter les réserves de change du pays de plus de 600 millions de dollars É.-U., ces emprunts ont servi à rembourser l'équivalent de plus de 300 millions de dollars É.-U. de dettes en monnaies étrangères échues au cours de l'année.

Au cours de l'année, le gouvernement a placé dix-neuf émissions de titres négociables. Abstraction faite du remboursement de quelque 5,5 milliards de dollars d'obligations arrivées à échéance, ces emprunts ont représenté un financement record net de 11,1 milliards de dollars. L'année précédente, il y avait eu seize emprunts, et le financement net obtenu s'était chiffré à 7,4 milliards de dollars. Des emprunts obligataires placés en 1984, environ 30 % avaient une échéance de vingt ans ou plus, environ 35 % une échéance approximative de dix ans, tandis que les autres avaient des échéances assez courtes, soit deux, trois et cinq ans. Certains des emprunts à assez court terme ont été placés dans le cadre d'un élargissement du système des adjudications. La fréquence trimestrielle des adjudications d'obligations à deux ans, qui avait été établie en 1983, a été maintenue en 1984, et la vente de ces obligations a rapporté environ 1,6 milliard de dollars. De plus, le gouvernement a vendu par adjudication pour 300 millions de dollars d'obligations à un peu moins de trois ans en avril, puis pour 350 millions de dollars d'obligations à un peu

moins de cinq ans en décembre. On trouvera au Tableau V de l'Annexe les données relatives aux émissions d'obligations négociables placées en 1984.

Les adjudications hebdomadaires de bons du Trésor à trois et à six mois et les adjudications bimensuelles de bons du Trésor à un an ont fourni un montant net de 10,6 milliards de dollars, qui a servi à satisfaire en partie aux besoins de trésorerie du gouvernement; ce chiffre est légèrement inférieur aux 13,3 milliards de dollars recueillis en 1983. Pendant toute l'année 1984, l'encours des bons du Trésor a été augmenté à la plupart des adjudications, sauf durant la période de novembre et de décembre où les fortes entrées de fonds provenant des ventes des obligations d'épargne du Canada ont entraîné un accroissement temporaire de la trésorerie du gouvernement. L'augmentation de l'encours des bons du Trésor s'explique presque entièrement par l'accroissement des portefeuilles des institutions parabancaires et des particuliers. Les ventes «au détail» des bons du Trésor se sont encore accrues grâce au niveau compétitif auquel se sont maintenus les taux de rendement de ces titres durant la majeure partie de l'année et aux efforts déployés par les courtiers en valeurs mobilières et les banques pour développer ce marché. En octobre, le gouvernement a émis, dans le cadre des opérations de gestion de sa trésorerie, deux tranches spéciales de bons du Trésor afin de regarnir ses comptes durant la période du début de novembre où les sorties de fonds résultant du remboursement des obligations d'épargne du Canada tendent à excéder pendant quelque temps les entrées de fonds provenant des ventes des nouvelles obligations d'épargne du Canada. La première tranche consistait en une émission de 500 millions de dollars de bons à 28 jours qui a été placée à la mi-octobre, et la seconde en une émission de 300 millions de dollars de titres à 21 jours qui a été placée à la fin octobre.

À la fin de 1984, l'échéance moyenne des titres négociables émis par le gouvernement sur le marché canadien, c'est-à-dire de l'ensemble des bons du Trésor et des obligations négociables en circulation, était de cinq ans et sept mois, ce qui représentait une légère augmentation par rapport à la fin de 1983. C'était donc, depuis 1979, la première année que l'échéance moyenne des titres négociables émis sur le marché canadien par le gouvernement ne s'était pas raccourcie.

Comme par les années antérieures, la Banque du Canada a acheté régulièrement, au moment de leur émission, des obligations négociables du gouvernement canadien et des bons du Trésor pour satisfaire aux besoins liés à ses opérations. Toutefois, le volume de ces achats sur l'ensemble de l'année a été plus faible que d'habitude. La croissance des avoirs de la Banque est déterminée principalement par celle de ses engagements, en particulier les billets en circulation et les réserves-encaisse que les banques à charte maintiennent chez elle. En 1984, la croissance de la monnaie a été modérée et le montant des réserves des banques a en fait diminué en raison de la faible progression du crédit et d'une nouvelle réduction des réserves obligatoires prévue dans la Loi sur les banques de 1980. La Banque a aussi restreint ses achats d'obligations négociables du gouvernement, jugeant que son portefeuille d'obligations négociables était disproportionné par rapport à celui des bons du Trésor. Dans ces circonstances, elle a non seulement limité l'ampleur des achats de nouvelles obligations du gouvernement, mais elle a aussi compensé ses achats en réduisant son portefeuille d'obligations. Cette réduction s'est opérée de deux manières. Tout d'abord, la Banque a acheté des obligations du gouvernement canadien qui arrivaient à échéance en 1984 et vendu, à même son portefeuille-titres, des obligations à plus long terme et, dans une proportion moindre, des bons du Trésor. Ces achats se sont chiffrés à 672 millions de dollars et, lorsque les titres sont arrivés à échéance, ils ont permis à la Banque de réduire son portefeuille en ne remplaçant qu'une partie des obligations échues par de nouvelles. Ensuite, la Banque a effectué des ventes pures et simples d'obligations pour un montant total de 782 millions de dollars. Tout compte fait, les opérations de la Banque ont eu pour effet de réduire de 600 millions de dollars les avoirs de cette dernière en obligations négociables du gouvernement. Le portefeuille de bons du Trésor ayant augmenté de 700 millions de dollars, l'accroissement de

l'ensemble du portefeuille de la Banque en titres du gouvernement canadien n'a été que de 100 millions en 1984, comparativement à 1,6 milliard en 1983. Le Tableau IV de l'Annexe présente, en chiffres nets ventilés selon l'échéance des titres, les achats et les ventes d'obligations négociables effectués par la Banque du Canada au cours de l'année.

L'encours des obligations d'épargne du Canada a subi des fluctuations assez marquées en 1984. Au début de l'année, après la très bonne campagne de 1983, il était d'un peu moins de 40 milliards de dollars. Mais, à mesure que les taux d'intérêt des autres formes d'épargne augmentaient pendant le premier semestre de 1984, le taux de 9¼ % applicable aux émissions d'obligations d'épargne de 1982–1983 et de 1983–1984 est devenu moins compétitif. Cela a entraîné une accélération sensible du rythme des remboursements, qui ont totalisé près de 2,5 milliards de dollars pour la période comprise entre janvier et mai. En mai, le gouvernement a annoncé un relèvement du taux des deux dernières émissions, qui est passé le 1er juin à 10¼ %. (Le taux des autres émissions, qui était de 10½ %, est demeuré inchangé.) En dépit de cette mesure, les remboursements d'obligations d'épargne se sont poursuivis, et, à la fin d'août, un montant additionnel de 2,8 milliards de dollars avait été remboursé; c'est alors seulement que les pressions exercées par les taux d'intérêt des autres formes d'épargne ont commencé à s'atténuer.

Les modalités de l'émission d'obligations d'épargne de 1984–1985 (S39) ont été annoncées le 11 octobre. Le taux d'intérêt de cette émission a été fixé à 11¼ % pour la première année, qui a commencé le 1er novembre, tandis qu'un taux minimum de 7 % a été fixé pour les six années restantes. Parallèlement, le gouvernement a fait savoir que le taux d'intérêt de toutes les autres émissions en cours était relevé pour s'établir à 11¼ % pour la période de douze mois commencée le 1er novembre. Annoncées dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, les modalités de la nouvelle émission ont suscité un grand intérêt chez les investisseurs. Les ventes au comptant, qui ont pris fin le 7 novembre au terme d'une période de 11 jours, et les ventes selon le Mode d'épargne sur le salaire ont rapporté 12,7 milliards de dollars, soit un peu moins que le record de 12,8 milliards de dollars établi pendant la campagne de vente de 1981. Sur l'ensemble de l'année cependant, l'encours des obligations d'épargne du Canada ne s'est accru que de 3,8 milliards de dollars.

Le programme d'emprunts réalisé par le gouvernement en 1984 n'a entraîné que de très légères modifications dans la composition de l'encours de la dette intérieure. Le pourcentage des obligations négociables est demeuré à 41 %, celui des bons du Trésor s'est accru légèrement pour s'établir à 31 %, et celui des obligations d'épargne du Canada est descendu à 27 %. Le tableau suivant montre les variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement en 1984 pour l'ensemble des

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1984

En milliards de dollars (valeur nominale)

Bons du Trésor	+ 10,7
Obligations négociables	+ 11,1
Obligations d'épargne du Canada	+ 3,8
Total	+ 25,6
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	
Bons du Trésor	+ 0,7
Obligations négociables	– 0,6
Total	+ 0,1
Banques à charte	
Bons du Trésor	– 0,5
Obligations négociables	– 0,8
Total	– 1,4
Comptes du gouvernement	
Bons du Trésor	0,0
Obligations négociables	+ 0,1
Total	+ 0,1
Public	
Bons du Trésor	+ 10,5
Obligations négociables	+ 12,5
Obligations d'épargne du Canada	+ 3,8
Total	+ 26,8

détenteurs et pour chacune des principales catégories.

Au chapitre du financement extérieur, il y a lieu de mentionner que deux emprunts sont venus à échéance au cours de l'année et que le gouvernement a contracté deux nouveaux emprunts et a effectué pour de courtes périodes des tirages sur ses deux lignes de crédit, soit celle de 3,5 milliards de dollars É.-U. ouverte par le consortium des banques à charte canadiennes et celle de 4 milliards de dollars É.-U. ouverte par un consortium de banques internationales. Un emprunt de 30 milliards de yen japonais (132 millions de dollars É.-U.) est venu à échéance en mars, et un emprunt obligataire de 500 millions de mark allemands (179 millions de dollars É.-U.) en mai. En avril, un nouvel emprunt a été contracté sur le marché suisse; il s'agissait là d'une opération en quatre volets totalisant 1 milliard de francs suisses (442 millions de dollars É.-U.) réparti comme suit : un emprunt contracté sous la forme d'une offre publique d'obligations 5¼ % à huit ans, un placement à titre privé de billets 5⅛ % à six ans et un autre de billets 4⅞ % à trois ans et demi et enfin un emprunt bancaire à cinq ans au taux de 5⅜ %. En mai, le produit de cette opération a été livré et ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du pays. L'autre opération de financement consistait en un emprunt de 120 milliards de yen japonais (486 millions de dollars É.-U.) contracté pour huit ans à un taux fixe de 7,9 % auprès d'un consortium de banques et d'autres institutions financières japonaises. Le produit de cette opération a été reçu à la fin de juillet.

Au début de 1984, il n'y avait aucun tirage à rembourser sur les deux lignes de crédit renouvelables ouvertes au nom du gouvernement. En mars, un tirage a été effectué sur la ligne de crédit des banques canadiennes, et jusqu'en novembre ce compte avait à la fin de chaque mois un solde débiteur. Le solde le plus élevé enregistré en fin de mois à ce compte a été de 400 millions de dollars É.-U. La ligne de crédit octroyée par le consortium des banques américaines et des autres banques étrangères a été utilisée moins fréquemment, mais les montants des tirages ont été plus élevés. L'encours de ces tirages était de 500 millions de dollars É.-U. à la fin de mai et de juin et de 1 milliard de dollars É.-U. à la fin de juillet. Cependant, à la fin d'août les tirages avaient été remboursés, et aucun autre n'a été effectué avant la fin de l'année.

Vers la fin de 1984, les modalités de la ligne de crédit octroyée par le consortium des banques internationales ont été renégociées, et la nouvelle entente est entrée en vigueur le 10 janvier 1985. La ligne de crédit a été maintenue à 4 milliards de dollars É.-U., mais son échéance a été reportée à 1992; un certain nombre d'autres modifications ont été apportées à l'entente dans le but de diminuer les coûts et d'augmenter la souplesse de la ligne de crédit pour le Canada. Les modifications les plus importantes ont été la réduction de 50 % de la commission d'engagement que le Canada doit payer sur la portion non utilisée de la ligne de crédit et la possibilité qu'a maintenant le gouvernement de procéder par appel d'offres au sein du consortium lorsqu'il prépare un emprunt. Cette pratique devrait entraîner des coûts moins élevés que celle des avances classiques, qui sont consenties à un taux de base donné, augmenté d'une marge fixe. Des négociations visant à modifier les modalités de la ligne de crédit de 3,5 milliards de dollars É.-U. octroyée par des banques canadiennes ont été engagées au début de 1985.

Les deux lignes de crédit ont été utilisées au cours de la dernière semaine de février 1985. Deux tirages d'un montant total de 1 milliard de dollars ont été effectués sur la ligne de crédit ouverte par les banques internationales, et un tirage de 400 millions de dollars sur celle du consortium canadien. Un deuxième tirage de 400 millions de dollars sur cette dernière a été annoncé pour le 1er mars 1985.

Les opérations de change

Le dollar canadien a connu des périodes de volatilité considérable en 1984, notamment au cours du printemps et de l'été, et il a été soumis à de très fortes pressions à la baisse en février 1985. Sur l'ensemble de la période, il s'est déprécié de 11 % environ par rapport au dollar É.-U. Les opérations officielles de change effectuées sur le marché par la Banque du

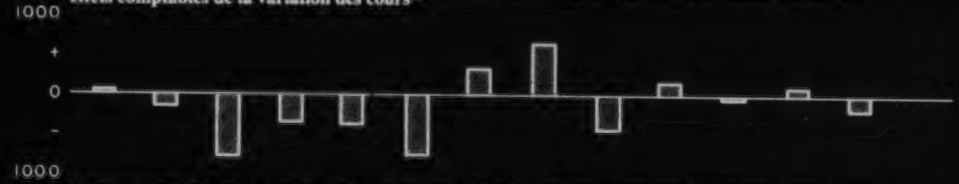
Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières

Variations des réserves officielles

Millions de dollars É.-U., données mensuelles

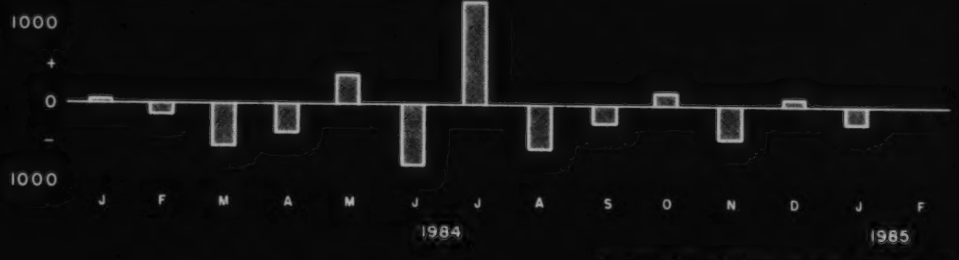
À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours[1]



[1] La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le dollar É.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Variations liées au financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement

Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 27 février 1985, celles des réserves officielles jusqu'au mois de janvier 1985.

Canada, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, ont encore visé cette année à assurer un fonctionnement ordonné du marché des changes canadien en atténuant les trop fortes variations du taux de change. La Banque a ainsi réalisé des achats et des ventes substantiels de devises étrangères dans le but de stabiliser le cours de notre monnaie. Toutefois, étant donné la dépréciation qu'a subie le dollar canadien, il a fallu procéder en 1984 et au début de 1985 à d'importantes ventes nettes de devises, ce qui n'a pas manqué d'influencer le niveau des réserves de change du pays.

Les avoirs en devises étrangères du Fonds des changes ont aussi été fortement influencés par les emprunts et les remboursements en devises effectués par le gouvernement canadien. Comme il a été indiqué précédemment, le gouvernement a abondamment utilisé ses lignes de crédit auprès des banques canadiennes et étrangères pour accroître ses réserves de change. L'encours des emprunts à assez long terme a augmenté d'un montant équivalant à 616 millions de dollars É.-U. en 1984. D'autres changements sont survenus dans la composition des réserves à la suite de transactions en DTS effectuées avec le FMI et avec d'autres membres du FMI et de nouvelles ventes de quantités limitées d'or appartenant au Fonds des changes, lesquelles ont été réglées en dollars É.-U.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada équivalaient à 4 204,4 millions de dollars É.-U. à la fin de 1983, à 3 182,1 millions à la fin de 1984 et à 2 977,7 millions à la fin de janvier 1985.

Le service de la dette publique, les opérations bancaires et l'émission des billets de banque

Le service de la dette et les opérations bancaires

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque s'occupe notamment des tâches administratives liées aux émissions et aux remboursements de titres du gouvernement ainsi que de la gestion de la dette publique. L'augmentation de la dette, au cours des dernières années, a entraîné un accroissement considérable de la charge de travail qui découle de cet aspect du mandat de la Banque.

En 1984, l'émission de bons du Trésor et d'obligations négociables du gouvernement s'est traduite par une augmentation de près de 30 % du nombre de titres à imprimer et à livrer. Le montant des ventes d'obligations d'épargne du Canada s'est également accru par rapport à 1983, mais la demande de grosses coupures ayant été plus forte qu'en 1983, le nombre de nouveaux titres à traiter a diminué. Aussi, le volume global des titres émis en 1984 a-t-il été légèrement inférieur à celui de l'année précédente. Le nombre de titres remboursés et annulés au cours de l'année s'est toutefois accru de quelque 30 %. Cette augmentation s'est surtout produite au chapitre des obligations d'épargne du Canada et des bons du Trésor car le nombre d'obligations négociables échues au cours de l'année est tombé par rapport au niveau élevé atteint en 1983.

Le volume de travail découlant des services à fournir aux détenteurs de titres en circulation a continué à progresser pendant l'année. La Banque tient les registres des propriétaires immatriculés des titres du gouvernement et offre à ces derniers la possibilité de transférer ou d'échanger leurs titres à chacune de ses Agences. Le nombre de transferts et d'échanges effectués l'année dernière a augmenté de 13 %. Quant à celui des paiements d'intérêts, il a augmenté de 4 % par rapport à 1983, tandis que les mises à jour des adresses et les services aux particuliers qui ont perdu des titres augmentaient également par suite de l'accroissement de l'encours de la dette.

La Banque fait office de banquier du gouvernement canadien et tient les comptes de dépôt des membres de l'Association canadienne des paiements, de banques centrales de pays étrangers et d'organismes internationaux. C'est également elle qui garde les soldes non réclamés, c'est-à-dire les soldes des comptes qui ont été d'abord tenus dans des banques à charte puis transférés à la Banque du Canada, en vertu de la loi, après avoir été inactifs pendant dix ans. Pour aider les propriétaires de ces fonds à les récupérer, toutes les Agences de la Banque du Canada mettent maintenant à la disposition du public des copies des registres centraux des soldes non réclamés, qui peuvent être consultées

sur place. Cette plus grande facilité d'accès du public aux registres semble avoir contribué à une augmentation de 30 % du nombre de demandes de renseignements en 1984.

L'émission des billets de banque

La Banque est également l'organisme chargé de l'émission des billets de banque. Elle achète les billets neufs à deux entreprises canadiennes d'impression de titres et elle les garde dans ses Agences pour faire face à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation qui lui sont retournés pour être détruits. Les Agences reçoivent aussi des institutions ayant un surplus de billets de banque des billets qu'elles remettent en circulation par l'entremise d'établissements dont les réserves s'épuisent.

En 1984, le volume de billets manipulés par la Banque a enregistré un accroissement inhabituel, attribuable à deux facteurs. Le premier a été l'accroissement du nombre d'institutions financières qui, depuis la création de l'Association canadienne des paiements, obtiennent directement de la Banque du Canada les billets de banque dont elles ont besoin; le nombre des retraits et des dépôts de billets de banque effectués à la Banque a de ce fait considérablement augmenté. Le second facteur à influencer les flux des billets de banque a été l'utilisation accrue des guichets automatiques. Le volume total des billets neufs ou usagés que la Banque a traités a augmenté de plus de 15 % en 1984, contre 5 % environ en 1983.

En plus du traitement des billets de banque, la Banque poursuit un vaste programme de recherches sur les techniques de fabrication des billets qui vise à réduire davantage les risques de contrefaçon, à aider les déficients visuels et les aveugles à différencier les coupures et enfin à prolonger la durée de vie des billets. En règle générale, les nouvelles caractéristiques mises au point dans le cadre de ces recherches sont incorporées aux billets au moment où les nouvelles séries sont produites.

Les comptes financiers

Les répercussions que les opérations faites par la Banque ont eues sur la situation financière de l'institution sont résumées dans les états financiers reproduits dans la section annexe du Rapport. Au cours de l'année, la Banque a versé au gouvernement des revenus nets de près de 1,9 milliard de dollars, soit 6,2 % de plus qu'en 1983. Le produit des placements a augmenté de 6,4 %, ce qui reflète la hausse du niveau moyen des taux d'intérêt au cours de l'année et, dans une moindre mesure, la faible augmentation de l'ensemble des placements. Les dépenses de fonctionnement ont augmenté de 6,7 %. On trouvera le détail de ces opérations à la page 51. L'amortissement des bâtiments et de l'équipement a subi une très forte augmentation en 1984, mais celle-ci s'explique pour plus de la moitié par une modification du taux d'amortissement applicable à l'équipement informatique. Étant donné que ce type d'équipement a une durée de vie relativement brève, son taux d'amortissement, qui était de 20 % dans le passé, a été porté à 35 %. L'amortissement inscrit pour 1984 reflète donc les incidences du relèvement du taux appliqué cette année à l'équipement informatique ainsi qu'un ajustement additionnel de 1,8 million de dollars apporté à la valeur nette de cet équipement pour corriger les amortissements trop faibles des années précédentes.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
					Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1984								
Janvier	− 297	−287	− 50	−1 513	+255	− 42	+684	− 18
Février	− 336	+ 3	−119	+ 4	−357	+ 1	−152	+ 52
Mars	+ 508	+ 7	−379	− 126	+113	− 13	+ 52	+110
Avril	− 128	− 1	+272	+ 484	− 76	− 15	−146	−104
Mai	− 318	+ 3	+121	+ 225	− 68	− 25	−324	− 2
Juin	+ 858	+ 1	+102	+ 517	+ 72	+109	+258	+ 5
Juillet	− 621	− 2	+310	+ 117	− 88	+ 14	−323	− 33
Août	− 319	+191	−158	− 73	−164	− 28	− 12	− 9
Septembre	+ 238	−198	+ 64	− 170	+ 99	− 16	+133	+ 58
Octobre	− 249	−	−573	+ 221	−844	− 86	− 84	− 29
Novembre	+1 028	− 40	−270	+ 1	+677	− 6	− 1	+ 47
Décembre	− 239	+473	+738	+1 385	−295	− 5	−119	+ 6
	+ 125	+150	+ 58	+1 072	−676	−112	− 34	+ 83
1985								
Janvier	− 169	−491	+ 14	−1 583	+268	+ 19	+707	− 57

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse excédentaires			
		Montant minimum requis : Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1984					
Janvier	**1–15**	6 091	2 328	3 762	3 796
	16–31				3 795
Février	**1–15**	6 049	2 765	3 284	3 324
	16–29				3 329
Mars	**1–15**	5 500	2 292	3 209	3 269
	16–31				3 242
Avril	**1–15**	5 512	2 214	3 299	3 323
	16–30				3 376
Mai	**1–15**	5 472	2 215	3 257	3 324
	16–31				3 276
Juin	**1–15**	5 288	2 345	2 944	2 989
	16–30				3 020
Juillet	**1–15**	5 280	2 424	2 855	2 932
	16–31				2 940
Août	**1–15**	5 370	2 508	2 862	2 895
	16–31				2 913
Septembre	**1–15**	5 174	2 522	2 652	2 714
	16–30				2 689
Octobre	**1–15**	5 097	2 521	2 576	2 679
	16–31				2 633
Novembre	**1–15**	5 140	2 534	2 607	2 648
	16–30				2 644
Décembre	**1–15**	5 253	2 566	2 686	2 741
	16–31				2 772
1985					
Janvier	**1–15**	5 355	2 590	2 766	2 819
	16–31				2 779
Février	**1–15**	5 369	2 936	2 433	2 498

Réserves-encaisse excédentaires			Soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
14	469	0,025	79	21
18	582	0,024		
15	600	0,029	90	21
14	627	0,033		
15	908	0,046	81	22
15	496	0,025		
14	336	0,018	68	20
17	1 319	0,059		
15	1 011	0,051	75	22
16	307	0,015		
15	681	0,035	82	21
14	1 073	0,059		
14	1 075	0,058	86	21
18	1 516	0,064		
15	495	0,025	68	23
16	812	0,038		
14	875	0,047	72	19
14	518	0,028		
17	1 743	0,077	74	22
16	903	0,042		
15	619	0,031	76	21
15	560	0,028		
14	768	0,041	79	19
17	1 466	0,064		
15	801	0,039	79	22
16	212	0,010		
15	978	0,048		

ANNEXE TABLEAU III

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et opérations de pension avec les courtiers en valeurs mobilières

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Pensions		Avances aux autres membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[2]
1984							
Janvier	**1–15**	1	7,7	5	48,0	5	2,3
	16–31	1	1,4	8	112,8		
Février	**1–15**	2	2,5	2	9,6	4	2,1
	16–29	1	12,8	4	22,0		
Mars	**1–15**	–	–	5	56,8	5	5,8
	16–31	1	0,4	2	1,9		
Avril	**1–15**	1	0,9	3	46,0	7	4,4
	16–30	4	10,5	3	24,6		
Mai	**1–15**	–	–	2	3,9	6	5,1
	16–31	1	7,0	1	3,5		
Juin	**1–15**	3	2,9	5	76,8	7	9,7
	16–30	1	0,8	3	41,9		
Juillet	**1–15**	3	3,6	1	22,1	8	7,1
	16–31	3	25,8	2	57,8		
Août	**1–15**	2	7,2	8	166,6	9	8,8
	16–31	–	–	7	143,6		
Septembre	**1–15**	1	0,2	4	37,8	6	4,7
	16–30	3	22,7	9	388,3		
Octobre	**1–15**	3	27,4	6	139,6	9	4,9
	16–31	2	4,0	12	432,9		
Novembre	**1–15**	3	26,6	9	319,8	6	6,2
	16–30	4	2,7	11	493,6		
Décembre	**1–15**	–	–	10	395,0	8	12,7
	16–31	3	7,8	7	115,7		
1985							
Janvier	**1–15**	2	16,7	10	348,5	8	6,8
	16–31	1	15,3	12	377,6		
Février	**1–15**	2	3,6	5	166,6		

[1] Pour obtenir les chiffres de ces colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques à charte et des opérations de pension avec les courtiers en valeurs mobilières par le nombre de jours ouvrables compris dans la période de réserve.

[2] Pour obtenir les chiffres de cette colonne, on a divisé la somme des avances consenties pendant le mois aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP par le nombre de jours durant lesquels s'effectuent les opérations de compensation.

ANNEXE TABLEAU IV

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques							
	Bons du Trésor	Obligations				Acceptations bancaires	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			
1984								
Janvier	–	+ 117,0	– 100,0	–	– 17,0	–	+ 0,0	– 227,5
Février	–	+ 35,0	–	–	– 35,0	–	+ 0,0	+ 64,0
Mars	+ 381,4	+ 154,6	– 26,0	– 37,0	– 35,0	–	+ 438,0	– 55,6
Avril	– 20,0	+ 73,9	–	– 5,5	– 68,4	–	– 20,0	– 8,4
Mai	– 625,3	–	–	–	–	–	– 625,3	+ 0,0
Juin	+ 368,9	–	–	–	–	–	+ 368,9	+ 0,0
Juillet	– 1 021,0	+ 254,3	– 18,5	– 119,1	– 116,7	–	– 1 021,0	+ 0,0
Août	– 325,3	+ 2,5	–	– 57,5	–	–	– 380,3	+ 0,0
Septembre	– 416,0	– 50,0	– 30,0	– 29,0	–	–	– 525,0	+ 399,5
Octobre	– 400,0	– 1,0	–	– 105,0	– 317,0	–	– 823,0	+ 142,5
Novembre	+ 102,0	+ 50,0	–	– 45,0	– 200,0	–	– 93,0	– 39,7
Décembre	+ 281,6	–	–	–	–	–	+ 281,6	– 459,6
Total	– 1 673,7	+ 636,3	– 174,5	– 398,1	– 789,1	–	– 2 399,1	– 184,8
1985								
Janvier	– 110,0	–	– 100,8	–	– 275,0	–	– 485,8	+ 511,0

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (–) le contraire.

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU IV (Suite)

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations				
+ 292.4	–	– 377.6	– 2.4	– 312.7	– 2.4	–	– 315.1
+ 113.6	+ 6.2	– 532.7	+ 11.5	– 355.1	+ 17.7	–	– 337.4
+ 764.8	+ 85.1	– 696.7	– 10.3	+ 393.9	+ 131.4	–	+ 525.3
+ 504.7	– 78.1	– 536.2	–	– 59.9	– 78.1	–	– 138.0
+ 808.1	+ 85.0	– 590.3	–	– 407.5	+ 85.0	–	– 322.5
+ 1 368.0	– 52.0	– 785.8	– 0.7	+ 951.1	– 52.7	–	+ 898.4
+ 693.1	+ 100.0	– 427.9	– 0.3	– 755.8	+ 99.7	–	– 656.1
+ 561.7	+ 48.4	– 548.0	– 0.5	– 311.6	– 7.1	–	– 318.7
+ 731.7	+ 105.0	– 455.7	– 0.4	+ 259.5	– 4.4	–	+ 255.1
+ 1 081.4	– 149.8	– 497.0	– 0.7	+ 326.9	– 573.5	–	– 246.6
+ 1 421.8	+ 100.0	– 342.1	+ 1.0	+ 1 124.7	– 76.7	–	+ 1 048.0
+ 555.7	– 140.1	– 504.3	+ 0.8	– 115.3	– 150.6	–	– 265.9
+ 8 897.0	+ 109.7	– 6 294.3	– 2.0	+ 738.2	– 611.7	–	+ 126.5
+ 237.8	+ 2.5	– 437.9	–	+ 162.2	– 334.6	–	– 172.4

ANNEXE TABLEAU V

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et remboursements

Date en 1984	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
1er févr.	9¾ % 1er févr. 1984				1 000[1]
	10 % 15 déc. 1986	2 ans et 10½ mois	10,46	100[2]	
	11¼ % 15 déc. 1989	5 ans et 10½ mois	11,25	250[3]	
	11¾ % 15 oct. 1993	9 ans et 8½ mois	11,79	500[4]	
	12 % 1er mars 2005	21 ans et 1 mois	12,18	350[5]	
				1 200	
21 févr.	11 % 15 févr. 1989	4 ans, 11 mois et 23 jours	11,07	200	
	11½ % 15 déc. 1993	9 ans, 9 mois et 23 jours	11,71	275[6]	
	12 % 1er mars 2005	21 ans et 9 jours	12,13	300[7]	
				775	
6 mars	10½ % 6 mars 1986	2 ans	10,69	350	
13 mars	11¼ % 15 déc. 1989	5 ans, 9 mois et 2 jours	11,54	150[8]	
	12 % 1er mars 1994	9 ans, 11 mois et 19 jours	12,24	225	
	12½ % 1er mars 2006	21 ans, 11 mois et 19 jours	12,67	250	
				625	
1er avril	7½ % 1er avril 1984				70[9]
	8 % 1er avril 1984				[10]
	9¼ % 1er avril 1984				322[11]
	16¼ % 1er avril 1984				575[12]
	12 % 15 nov. 1987	3 ans et 7½ mois	12,43	150[13]	
	12½ % 15 mars 1989	4 ans et 11½ mois	12,67	200	
	13 % 1er avril 1994	10 ans	13,28	250	
	13½ % 1er juin 2004	20 ans et 2 mois	13,60	250	
				850	
1er mai	12½ % 15 mars 1989	4 ans et 10½ mois	12,50	175[14]	
	13 % 1er avril 1994	9 ans et 11 mois	13,27	300[15]	
	13½ % 1er juin 2004	20 ans et 1 mois	13,61	300[16]	
				775	
8 mai	12¼ % 1er mai 1987	2 ans, 11 mois et 24 jours	12,35	300	
1er juin	10 % 1er juin 1984				1 075[17]
	13 % 1er juin 1987	3 ans	13,17	150	
	13¼ % 1er juin 1989	5 ans	13,39	225	
	13¾ % 15 mai 1994	9 ans et 11½ mois	13,84	450	
	14 % 1er oct. 2006	22 ans et 4 mois	14,10	375	
				1 200	
6 juin	13 % 6 juin 1986	2 ans	13,16	375	
19 juin	13 % 1er juin 1987	2 ans, 11 mois et 12 jours	12,89	100[18]	
	13¼ % 1er juin 1989	4 ans, 11 mois et 12 jours	13,14	175[19]	
	13½ % 15 juill. 1994	10 ans et 26 jours	13,59	250	
	13¾ % 1er mars 2007	22 ans, 8 mois et 12 jours	13,80	325	
				850	

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (Suite)

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et remboursements

Date en 1984	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
11 juill.	13 % 1er juin 1987	2 ans, 10 mois et 21 jours	13,07	125[20]	
	13¼ % 1er juin 1989	4 ans, 10 mois et 21 jours	13,35	125[21]	
	13¾ % 15 mai 1994	9 ans, 10 mois et 4 jours	13,86	325[22]	
	14 % 1er oct. 2006	22 ans, 2 mois et 21 jours	14,03	275[23]	
				850	
1er août	13¾ % 1er août 1984				8[24]
	16 % 1er août 1984				300[25]
	15 % 1er août 1984				325[26]
	13½ % 1er sept. 1987	3 ans et 1 mois	13,59	150	
	13½ % 1er juill. 1989	4 ans et 11 mois	13,63	150	
	13¾ % 15 mai 1994	9 ans et 9½ mois	13,83	425[27]	
	14 % 1er oct. 2006	22 ans et 2 mois	13,97	375[28]	
				1 100	
22 août	12¼ % 1er mai 1987	2 ans, 8 mois et 10 jours	12,19	100[29]	
	12½ % 15 mars 1989	4 ans, 6 mois et 24 jours	12,35	100[30]	
	13 % 1er avril 1994	9 ans, 7 mois et 10 jours	12,92	475[31]	
	13 % 1er oct. 2007	23 ans, 1 mois et 10 jours	13,19	375	
				1 050	
5 sept.	12¼ % 5 sept. 1986	2 ans	12,44	400	
12 sept.	12¼ % 1er mai 1987	2 ans, 7 mois et 19 jours	12,58	100[32]	
	12½ % 15 mars 1989	4 ans, 6 mois et 3 jours	12,65	100[33]	
	12¼ % 1er oct. 1994	10 ans et 19 jours	13,00	475	
	13 % 1er oct. 2007	23 ans et 19 jours	13,10	325[34]	
				1 000	
1er oct.	8¼ % 1er oct. 1984				1[35]
	10½ % 1er oct. 1984				300[36]
	12½ % 1er oct. 1984				752[37]
	12¼ % 1er mai 1987	2 ans et 7 mois	12,19	150[38]	
	12¼ % 1er nov. 1989	5 ans et 1 mois	12,31	175	
	12½ % 15 déc. 1994	10 ans et 2½ mois	12,62	550	
	12¼ % 1er mars 2008	23 ans et 5 mois	12,78	425	
				1 300	
24 oct.	12 % 15 nov. 1987	3 ans et 22 jours	12,24	125[39]	
	12¼ % 1er nov. 1989	5 ans et 8 jours	12,45	150[40]	
	12½ % 15 déc. 1994	10 ans, 1 mois et 22 jours	12,76	350[41]	
	12¼ % 1er mars 2008	23 ans, 4 mois et 8 jours	12,92	325[42]	
				950	
14 nov.	11¼ % 1er févr. 1988	3 ans, 2 mois et 17 jours	11,83	125	
	12 % 1er févr. 1990	5 ans, 2 mois et 17 jours	12,00	150	
	12¼ % 1er févr. 1995	10 ans, 2 mois et 17 jours	12,37	425	
	12½ % 1er mars 2006	21 ans, 3 mois et 17 jours	12,50	350[43]	
				1 050	

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et remboursements

Date en 1983	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
5 déc.	10¾ % 5 déc. 1986	2 ans	10.75	450	
15 déc.	11½ % 15 déc. 1984				700[44]
	14¾ % 15 déc. 1984				100[45]
	11 % 15 déc. 1987	3 ans	11.04	125[46]	
	11½ % 15 déc. 1991	7 ans	11.61	225	
	11¼ % 1er mars 1995	10 ans et 2½ mois	11.79	475	
	12 % 1er mars 2005	20 ans et 2½ mois	12.09	375[47]	
				1 200	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			16 650	5 528
	Ensemble des bons du Trésor*			128 525	117 875
Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
20 mars					7[48]
27 mars					161[49]
15 avril					1[50]
10 mai					247[51]
	200 millions de FS obligations à 5¼ % échéant le 10 mai 1992	8 ans		113	
15 mai	300 millions de FS billets à 4⅞ % échéant le 15 nov. 1987	3 ans et 6 mois		171	
	200 millions de FS billets à 5⅛ % échéant le 15 mai 1990	6 ans		114	
15 oct.					1[50]
	Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères			398[52]	417

* Comprend les bons du Trésor à 21 jours, 28 jours, 3 mois, 6 mois et 1 an.

(1) Échéance d'obligations 9¾ % émises les 15 déc. 1978, 1er juin 1979 et 15 juill. 1979.

(2) En plus des 100 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 15 déc. 1986 déjà en circulation.

(3) En plus des 675 millions de dollars d'obligations 11¼ % échéance 15 déc. 1989 déjà en circulation.

(4) En plus des 525 millions de dollars d'obligations 11¾ % échéance 15 oct. 1993 déjà en circulation.

(5) En plus des 750 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 1er mars 2005 déjà en circulation.

(6) En plus des 575 millions de dollars d'obligations 11½ % échéance 15 déc. 1993 déjà en circulation.

(7) En plus des 1 100 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 1er mars 2005 déjà en circulation.

(8) En plus des 925 millions de dollars d'obligations 11¼ % échéance 15 déc. 1989 déjà en circulation.

(9) Échéance d'obligations 7½ % émises le 1er avril 1974.

(10) Échéance de 77 000 dollars d'obligations 8 % émises le 1er avril 1979.

(11) Échéance d'obligations 9¼ % émises le 1er oct. 1974.

(À suivre)

ANNEXE TABLEAU V (Suite)

(12) Échéance d'obligations 16¼ % émises les 1er juin 1981 et 31 juillet 1981.
(13) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 15 nov. 1987 déjà en circulation.
(14) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 12½ % échéance 15 mars 1989 déjà en circulation.
(15) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 13 % échéance 1er avril 1994 déjà en circulation.
(16) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 13½ % échéance 1er juin 2004 déjà en circulation.
(17) Échéance d'obligations 10 % émises les 1er février 1979, 15 mars 1979, 15 août 1979 et 1er juillet 1980.
(18) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 13 % échéance 1er juin 1987 déjà en circulation.
(19) En plus des 225 millions de dollars d'obligations 13¼ % échéance 1er juin 1989 déjà en circulation.
(20) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 13 % échéance 1er juin 1987 déjà en circulation.
(21) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 13¼ % échéance 1er juin 1989 déjà en circulation.
(22) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 13¾ % échéance 15 mai 1994 déjà en circulation.
(23) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 14 % échéance 1er oct. 2006 déjà en circulation.
(24) Échéance d'obligations 13¼ % émises le 1er mars 1981.
(25) Échéance d'obligations 16 % émises les 1er février 1982 et 1er août 1982.
(26) Échéance d'obligations 15 % émises les 31 mars 1982 et 1er mai 1982.
(27) En plus des 775 millions de dollars d'obligations 13¾ % échéance 15 mai 1994 déjà en circulation.
(28) En plus des 650 millions de dollars d'obligations 14 % échéance 1er oct. 2006 déjà en circulation.
(29) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 12¼ % échéance 1er mai 1987 déjà en circulation.
(30) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 12½ % échéance 15 mars 1989 déjà en circulation.
(31) En plus des 550 millions de dollars d'obligations 13 % échéance 1er avril 1994 déjà en circulation.
(32) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 12¼ % échéance 1er mai 1987 déjà en circulation.
(33) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 12½ % échéance 15 mars 1989 déjà en circulation.
(34) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 13 % échéance 1er oct. 2007 déjà en circulation.
(35) Échéance d'obligations 8¼ % émises le 1er oct. 1979.
(36) Échéance d'obligations 10½ % émises le 1er oct. 1979.
(37) Échéance d'obligations 12½ % émises le 1er oct. 1980.
(38) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 12¼ % échéance 1er mai 1987 déjà en circulation.
(39) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 12% échéance 15 nov. 1987 déjà en circulation.
(40) En plus des 175 millions de dollars d'obligations 12¼ % échéance 1er nov. 1989 déjà en circulation.
(41) En plus des 550 millions de dollars d'obligations 12½ % échéance 15 déc. 1994 déjà en circulation.
(42) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 12¾ % échéance 1er mars 2008 déjà en circulation.
(43) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 12½ % échéance 1er mars 2006 déjà en circulation.
(44) Échéance d'obligations 11½ % émises les 15 déc. 1979 et 1er févr. 1980.
(45) Échéance d'obligations 14¾ % émises le 1er juin 1982.
(46) En plus des 775 millions de dollars d'obligations 11 % échéance 15 déc. 1987 déjà en circulation.
(47) En plus des 1 400 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 1er mars 2005 déjà en circulation.
(48) Annulation, par le Fonds de rachat, de 12 millions de FS d'obligations 3⅜ % échéance 20 mars 1989.
(49) Échéance de 30 milliards de yen d'obligations 6,4 % émises le 27 mars 1979.
(50) Rachat partiel, à valeur nominale, des obligations en dollars É.-U. 5 % échéance 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.
(51) Échéance de 500 millions de DM de billets 5 % émis le 10 mai 1978.
(52) Ne comprend pas l'emprunt à 5 ans 5⅛ % de 300 millions de FS contracté le 3 mai 1984 et qui a produit 173 millions de dollars. Ne comprend pas non plus l'emprunt consortial de 120 milliards de yen à 8 ans, taux fixe de 7,9 %; cet emprunt qui a été négocié le 31 juillet 1984 a produit 641 millions de dollars.

BANQUE DU CANADA · État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1984 (avec chiffres comparatifs pour 1983)

	1984	1983
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit $6 724 ($2 493 en 1983)	$1 981 564	$1 861 559
DÉPENSES		
Traitements[1]	$ 51 762	$ 47 588
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2]	6 516	6 033
Autres frais de personnel[3]	1 871	1 529
Honoraires des administrateurs	98	87
Honoraires et frais des vérificateurs	338	319
Impôts municipaux et taxes d'affaires	7 146	6 535
Coût des billets de banque	26 408	27 086
Informatique	3 845	4 687
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4]	10 827	8 790
Impression des publications	568	563
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 927	1 532
Postes et messageries	1 785	1 607
Télécommunications	1 668	1 574
Déplacements et mutations	1 871	1 524
Autres dépenses	1 223	1 005
	117 853	110 459
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	11 526	6 899
	129 379	117 358
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA (note 5)	$1 852 185	$1 744 201

(1) Traitements y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 129 en 1984 comparé à 2 078 en 1983.

(2) Contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés, sauf ceux affectés à l'entretien des immeubles.

(3) Les autres frais de personnel comprennent les frais d'exploitation des cafétérias, les gratifications de départ à la retraite, les frais de formation professionnelle et des services médicaux.

(4) Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1984
(avec chiffres comparatifs pour 1983)

ACTIF	1984	1983
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	$ 183 699	$ 305 045
Autres devises	3 320	4 068
	187 019	309 113
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements	50 000	25 000
Placements, à leurs valeurs amorties (note 2) :		
Bons du Trésor du Canada	3 483 072	2 762 816
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	4 654 031	4 575 975
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	9 015 242	9 687 675
Autres placements	476 448	274 070
	17 628 793	17 300 536
Immeubles de la Banque (note 3)	93 324	85 420
Chèques tirés sur les membres de l'Association canadienne des paiements	531 524	2 210 625
Intérêts courus sur placements	401 189	431 505
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement :		
Gouvernement du Canada (montant net)	36 318	312 571
Autres éléments d'actif	5 470	5 742
	$18 933 637	$20 680 512

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF	1984	1983
	(en milliers de dollars)	
Capital versé (note 4)	$ 5 000	$ 5 000
Fonds de réserve (note 5)	25 000	25 000
Billets en circulation	15 236 012	14 163 088
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	54 950	90 407
Banques à charte	2 772 117	3 446 392
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	36 585	146 805
Autres dépôts	230 291	149 459
	3 093 943	3 833 063
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	12 642	82 925
Autres	25	24
	12 667	82 949
Chèques de la Banque du Canada non compensés	552 701	2 566 286
Autres éléments de passif	8 314	5 126
	$18 933 637	$20 680 512

Le Gouverneur, **G. K. BOUEY** — Le Comptable en Chef, **A. C. LAMB**

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1984, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1984, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS — **THORNE RIDDELL**

Ottawa, Canada, le 14 janvier 1985.

BANQUE DU CANADA
Notes complémentaires aux états financiers au 31 décembre 1984

1. Principales conventions comptables

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût moins l'amortissement accumulé. L'amortissement est inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

2. Placements

Les placements incluent $40 102 870 de valeurs mobilières du gouvernement du Canada ($220 587 546 en 1983) qui sont détenues en vertu de conventions d'achat et de revente.

3. Immeubles de la Banque

	(en milliers de dollars) 1984			1983
	Coût	Amortissement accumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	$112 876	$46 481	$66 395	$66 449
Équipement informatique	16 764	8 771	7 993	8 274
Autre équipement	22 095	13 760	8 335	6 051
	151 735	69 012	82 723	80 774
Projets en cours	10 601		10 601	4 646
	$162 336	$69 012	$93 324	$85 420

4. Capital versé

La Banque a un capital-actions autorisé de $5 000 000 réparti en 100 000 actions d'une valeur nominale de $50 chacune. Les actions ont été payées intégralement et, conformément à la Loi sur la Banque du Canada, elles ont été émises au nom du ministre des Finances qui les détient pour le compte du Canada.

5. Fonds de réserve

Le fonds de réserve établi en vertu de la Loi sur la Banque du Canada représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, le fonds de réserve a été accumulé au moyen de prélèvements sur le revenu net de la Banque jusqu'à ce qu'il eût atteint, en 1955, le montant maximum stipulé, soit $25 000 000. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

6. Passif éventuel

La Banque du Canada a convenu avec la Banque des règlements internationaux de participer à une initiative internationale dont le but est de fournir des facilités de crédit au Fonds monétaire international. En vertu de cet accord, qui expire en septembre 1987, l'engagement éventuel de la Banque se limite aux dépôts effectués au besoin auprès de la Banque des règlements internationaux pour le financement des prêts accordés en vertu de cette initiative. Le passif éventuel de la Banque au 31 décembre 1984 s'élève à $81 216 065. Le montant maximum pour lequel la Banque s'est engagée en vertu de l'accord en question est de 180 000 000 de DTS ($233 197 738 au taux de change en vigueur le 31 décembre 1984).

Conseil d'administration

G. K. Bouey	OTTAWA Gouverneur *Membre du Comité de direction*
J. W. Crow	OTTAWA Premier sous-gouverneur *Membre du Comité de direction*
L. Cholakis	WINNIPEG (MANITOBA)
J. Clarry	TORONTO (ONTARIO) *Membre du Comité de direction*
J. H. Dickey	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE) *Membre du Comité de direction*
J. H. Fraser	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
C. LeBon	QUÉBEC (QUÉBEC)
A. A. LeBouthillier	CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)
J. R. Longstaffe	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
J. Morris	VICTORIA (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
J. S. Palmer	CALGARY (ALBERTA)
Mme Y. Lefebvre-Richard	MONTRÉAL (QUÉBEC) *Membre du Comité de direction*
J. A. Stack	SASKATOON (SASKATCHEWAN) *Membre du Comité de direction*
M. Woodward	GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)

Membre d'office

M. A. Cohen	OTTAWA Sous-ministre des Finances *Membre du Comité de direction*

Principaux cadres

G. K. Bouey, *Gouverneur*
J. W. Crow, *Premier sous-gouverneur*

A. Jubinville, *Sous-gouverneur*
J. N. R. Wilson, *Sous-gouverneur*
J. Bussières, *Conseiller*
F. Faure, *Conseiller*
W. R. White, *Conseiller*
J. S. Roberts, *Conseiller associé* [2]

G. G. Thiessen, *Sous-gouverneur*
W. A. McKay, *Directeur administratif*
S. Vachon, *Conseiller* [1]
C. Freedman, *Conseiller*
T. E. Noël, *Conseiller et Secrétaire*
J. Clément, *Conseiller associé*

Département des Valeurs

V. O'Regan, *Chef*
N. Close, *Sous-chef*
I. D. Clunie, *Chef, Analyse des marchés financiers et Opérations d'open market*
S. L. Harris, *Conseiller en valeurs*
L. T. Requard, *Conseiller en valeurs*
J. F. Dingle, *Conseiller en valeurs* [3]

Département des Recherches

W. P. Jenkins, *Chef*
P. Duguay, *Sous-chef*

Département des Études monétaires et financières

D. R. Stephenson, *Chef*
J.-P. Aubry, *Sous-chef*
J. D. Murray, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales

W. E. Alexander, *Chef*
R. F. S. Jarrett, *Chef de la Section des opérations sur devises*
K. J. Clinton, *Conseiller en recherches*
D. J. Powell, *Conseiller en recherches*

Département des Opérations bancaires

D. G. M. Bennett, *Chef*
C. A. St. Louis, *Sous-chef*
W. R. Melbourn, *Sous-chef*
G. B. May, *Conseiller aux opérations bancaires*
E. W. Chinn, *Conseiller aux opérations bancaires*

Département de la Dette publique

G. M. Pike, *Chef*

Secrétariat

T. E. Noël, *Secrétaire*
R. L. Flett, *Secrétaire associé*
H. A. D. Scott, *Conseiller spécial*

Département d'Informatique

J. M. McCormack, *Chef*
D. W. MacDonald, *Chef associé*

Département du Personnel

J. E. H. Conder, *Chef*

Département de la Gestion des immeubles

R. H. Osborne, *Chef*
K. W. Kaine, *Sous-chef*

Département de Contrôle

A. C. Lamb, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
C. J. Stephenson, *Sous-contrôleur*

Département de la Vérification

J. M. E. Morin, *Vérificateur*
M. Muzyka, *Sous-vérificateur*

---

[1] Également Président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
[2] Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire
[3] Également Président suppléant du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO	D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
MONTRÉAL	J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
VANCOUVER	R. C. WHITE, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO	T. H. WILLIAMS, *Représentant des Opérations sur devises*
MONTRÉAL	G. HOOJA, *Représentant des Opérations sur devises*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX	R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT-JEAN (N.-B.)	K. T. MCGILL, *Agent*
MONTRÉAL	R. MARCOTTE, *Agent*
	J. G. M. SABOURIN, *Agent adjoint*
OTTAWA	R. DUPONT, *Agent*
TORONTO	C. R. TOUSAW, *Agent et Conseiller aux opérations bancaires*
	P. W. CLIFFEN, *Sous-agent*
	W. H. WATSON, *Agent adjoint*
WINNIPEG	A. H. POTTER, *Agent*
REGINA	G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY	A. G. KEITH, *Agent et Représentant financier régional*
	C. P. DESAUTELS, *Sous-agent*
VANCOUVER	G. H. SMITH, *Agent*